الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي -تبسة-

نيابة مديرية الدراسات ما بعد التدرج

معهد العلوم التجارية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية

تخصص مالية

الموضوع:

أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها

-دراسة حالة بورصة الجزائر-

من إعداد الطالب

حفيظ عبد الحميد

تحت إشراف الدكتور

براق محمد

أستـــاذ محاضر

بالمدرسة العليا للتجارة

أمام لجنة المناقشة:

رئيس: قدي عبد المجيد	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر
مقرر : براق محمد	أستاذ محاضر	المدرسة العليا للتجارة
مناقش: دادي عدون ناصر	أستاذ محاضر	المدرسة العليا للتجارة
مناقش: فرحي محمد	أستاذ محاضر	المدرسة العليا للتجارة

تاريخ المناقشة: 30 سبتمبر 2004

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي - تبسة -

قسم العلوم التجارية

تبسة في: 04 جويلية 2004

المرجع: 22/ م.ج.ع.ت/ ق.ع.ت/2004

مستخرج من محضر اللجنة العلمية
المنعقدة بتاريخ: 30 جوان 2004

بناءا على محضر اللجنة العلمية لقسم العلوم التجارية المنعقدة بتاريخ: 30 جوان 2004، فإنه تقرر

قبول مناقشة مذكرة ماجستير للطالب: حفيظ عبد الحميد

والموسومة بـ: أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها

- دراسة حالة بورصة الجزائر -

وتم تعيين لجنة المناقشة المتكونة من:

- **عبد المجيد قدي** - أستاذ التعليم العالي – جامعة الجزائر - .... رئيسا
- **محمد فرحي** - أستاذ محاضر - المدرسة العليا للتجارة - .... عضوا مناقشا
- **ناصر دادي عدون** - أستاذ محاضر - المدرسة العليا للتجارة - ... عضوا مناقشا
- **محمد براق** - أستاذ محاضر - المدرسة العليا للتجارة - .... مقـــــررا

سلمت هذه الشهادة لاستعمالها في حدود ما يسمح به القانون

رئيس اللجنة العلمية
قسم العلوم التجارية
رئيس اللجنة العلمية

بسم الله الرحمن الرحيم

كلمة شكر وتقدير

الحمد لله

من لم يشكر الناس لم يشكر الله

نتوجه بجزيل الشكر إلى من ساعدنا
من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل
وعلى وجه الخصوص الدكتور محمد براق الذي لم
يبخل علينا بالنصائح. كما نتوجه بالشكر أيضا لكل
أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

حفيظ عبد الحميد

الفهرس العام

الفهرس العام

فهرس الجداول

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

المقدمة العامة

المقدمة العامة

1- أهمية البحث وسبب اختياره

1-1- أهمية البحث

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد السواء، كونها إحدى أدوات السياسة المالية للدولة المعتمد عليها في جذب الفائض من الأموال الغير موظفة والغير معبأة في الاقتصاد الوطني، وتحويلها من أموال عاطلة خاملة إلى أموال موظفة وفعالة في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد والشركات في الأوراق المالية على مستوى هذه السوق. فسوق الأوراق المالية تعتبر وسيلة لتعبئة المدخرات وتوفير الموارد الحقيقية اللازمة لتمويل المشاريع المترجمة لخطط التنمية الاقتصادية، لذلك باتت تعتبر وسيلة ملحة في أي اقتصاد من الاقتصاديات الراغبة في التطور، حيث عمدت العديد من الدول التي تعاني من عجز متنامي في موازناتها وشحة في رؤوس الأموال إلى الاهتمام بها في برامج الإصلاحات الاقتصادية، وذلك من خلال إنشائها وسط مجموعة من التشريعات والتنظيمات اللازمة، والقادرة على الحث والتوجيه والاستيعاب الجيد للمدخرات لأغراض الاستمار المنتج، الذي يعتبر ركنا أساسيا من أركان المشكلة الاقتصادية.

بالنسبة للجزائر وفي إطار الإصلاحات الاقتصادية المنتهجة من قبل الدولة، والمتبناة كضرورة أملتها التغيرات التي شهدها العالم بزوال المعسكر الشرقي وانهيار النظام الاشتراكي، وظهور التكتلات الإقليمية والدولية الجديدة، قامت السلطات الاقتصادية بوضع سلسلة من الإجراءات والخطط الرامية إلى تحرير أكبر للاقتصاد الجزائري وربطه بمفهوم اقتصاد السوق، الشيء الذي استدعى توسيع حجم ومجالات الاستثمار ما نتج عنه ظهور الحاجة لموارد مالية أكبر، مما جعل الدولة تستجيب بسرعة بالبحث عن طرق جديدة للتمويل وفق آليات جديدة تحل محل الآليات القديمة، وهو ما أثمر عنه إنشاء بورصة للقيم المتداولة بالجزائر تضطلع بهذه المهمة.

وفي الوقت الحالي توجد في الجزائر بورصة للقيم المتداولة يتم فيها تداول الأوراق المالية لثلاث شركات، وقد ساهمت هذه البورصة في فتح رأس مال بعض الشركات ورفع رأسمال البعض الآخر، وذلك من خلال إصدار الأسهم التي تعتبر محور النشاط الرئيسي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر، فنشاط هذه الأخيرة وفعاليتها في تأدية الوظائف المنوطة بها بشكل كفء يتوقف على وجود أوراق مالية جيدة لشركات

تتمــتع بقوة مالية وإرادية لها القدرة الكاملة على جلب المستثمر. ونظرا لأن مفهوم الأوراق المالية والسوق الخاصــة بهــا وطــرق تقييم هذه الأوراق ومختلف العوامل المؤثرة على قيمتها ما زال يكتنفها البعض من الغموض لدى أفراد المجتمع الاقتصادي الجزائري. ومن أجل بعث الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة الجزائــر نحو الرشادة والعقلانية، وبقصد الإطلاع على واقع تقييم الأوراق المالية في الجزائر تكتسب هذه الدراســة أهميتها حيث جاءات لمعالجة موضوع: **أدوات سوق الأوراق المالية ونماذج تقييمها مع التأكيد على دراسة حالة بورصة الجزائر.**

1-2- أسباب اختيار البحث

اختــيار موضوع هذا البحث المعنون بــ " أدوات سوق الأوراق المالية ونماذج تقييمها دراسة حالة بورصة الجزائر" لم يكن وليد الصدفة، بل كان لأسباب عدة لعل أهمها:

- الغموض واللبس الذي يكتنف عملية تقييم الأوراق المالية على مستوى بورصة الجزائر، وواقع قيم الأوراق المالية المتداولة بها.
- التدهور والانخفاض الكبير الذي عرفته القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة على مستوى بورصة الجزائر بعد إصدارها.
- الفجوة الموجودة في مجالات أبحاث ودراسات تقييم الأوراق المالية وخاصة في بورصة الجزائر.
- الرغبة والميول الشخصي في تناول البحث في هذا النوع من المواضيع.

2- الهدف من البحث وإطار الدرلسة

2-1- الهدف من الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:

- محاولــة الــتعريف بمختلف الأوراق المالية من خلال أنواعها، خصائصها، مختلف قيمها وكذلك السوق المــتداولة فيها من حيث أصنافها، وظائفها والكشف عن الأعوان الاقتصاديين المتدخلين بها، طرق التعامل بها، مختلف الهيئات المنظمة لها وبيان شروط نجاحها وكفاءتها.
- محاولــة الــتعريف بالمعلومــات ومختلف التحاليل التي يمكن الاستعانة بها لتقييم الورقة المالية، وكذلك مختلف المفاهيم والأدوات والطرق المستخدمة في تقييم الأوراق المالية والوقوف على قيمتها الحقيقية.
- محاولــة الاطــلاع علــى بورصــة الجزائر من حيث الهيئات المنظمة لها والمتدخلة بها وطرق التداول وإجــراءات القيد فيها، وكذلك واقع هذه البورصة ومختلف معوقاتها بالإضافة إلى محاولة الوقوف على واقع تقيم الأوراق المالية في هذه البورصة.

2-2- إطار الدراسة

تجــدر الإشـــارة أن هــذه الدراســة تمسّ الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وعلى وجه الخصـــوص سهم مجمع رياض سطيف باعتباره السهم الذي عرف تدهورا كبيرا بعد إصداره سواء من حيث حجم التداول أو من حيث القيمة.

كمــا أن هــذه الدراســة ستتمحور حول الوقوف على تقييم الأوراق المالية، من خلال التطرق إلى مخــتلف طــرق الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية لغرض مقارنتها مع قيمتها السوقية ومن ثمّ تحديد سبب التدهور.

3- إشكالية البحث

تأتي هذه الدراسة للإجابة عن السؤال الجوهري الموالي:

مــا هــي مخــتلف الطرق المستخدمة لتقييم الورقة المالية؟ وما هو واقع تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر؟

ولتوضيح هذه الإشكالية يمكن الاستعانة بالأسئلة الفرعية الموالية:

- ما هي الأوراق المالية ومختلف أنواعها؟
- ماذا نقتصد بالسوق التي يتداول فيها بالأوراق المالية؟
- ما هي مختلف المعلومات والتحليلات التي يمكن الاستعانة بها لتقييم الأوراق المالية؟
- ما هي مختلف المفاهيم والطرق المستخدمة في تقييم الأوراق المالية؟
- ما طبيعة نظام سير بورصة الجزائر ومختلف المعوقات التي تواجهها؟
- ما هو واقع تقييم الأوراق في بورصة الجزائر وهل هي مقيمة بقيمتها الحقيقية أم لا؟

4- فرضيات البحث

نطلق هذه الدراسة من فرضية عامة مفادها: أن لقيمة الورقة المالية أثر على حجم تداولها في السوق، وهــذا الأثر ينتج عن الفارق الذي يمكن أن يحدث بين القيمة الحقيقية للورقة المالية والقيمة السوقية المتداولة بهــا فــي الســوق، كمــا أن المتحكم في القيم السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية على مستوى السوق هي وضــعية الشركة المصدرة لها والوضع الاقتصادي السائد، فكلما كانت هذه الأوضاع تتجه نحو عدم الاستقرار كلمــا انخفضــت قيمة الورقة المالية وأثّر ذلك على حجم التداول، وهو الشيء الذي يمكن أخذه بعين الاعتبار لتشخيص حالة تدهور قيمة الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر.

من هذه الفرضية العامة يمكن صياغة جملة من الفرضيات الجزئية التي سيجري اختبارها من خلال هذه الدراسة، والمتمثلة فيما يلي:

- يرتبط الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية على وجود سوق أوراق مالية منظمة تنظيم جيد وقابلة لاستيعاب الأموال المستثمر بشكل فعّال.

- كلما كان هناك فارق بين القيمة الحقيقية للورقة المالية والقيمة السوقية أثّر ذلك على الطلب عليها وعلى حجم تداولها بالسوق.

- لسوق الأوراق المالية دور في تنشيط الطلب على الأوراق المالية من خلال خلق المناخ الاستثماري الملائم لمحافظة الورقة المالية على قيمتها من التدهور.

- تعتبر النتائج المحققة من طرف الشركة والأوضاع المحيطة بها من بين العوامل المؤثرة على القيمة الحقيقية للورقة المالية والقيمة السوقية على حد سواء.

- تعتبر الأوضاع السيئة التي تعيشها الشركات المدرج أسهمها في بورصة الجزائر، جراء مخاطر نشاط الأعمال من بين الأسباب التي ساهمت في تدهور قيمة الورقة المالية.

- تعتبر جملة المعوقات التي تتعلق بالبورصة ومحيطها من بين العوامل المؤثرة على تدهور قيمة الورقة المالية وانخفاض حجم تداولها.

5- منهج البحث

بغية إنهاء تطلعات هذه الدراسة سوف يتم اعتماد المناهج المستعملة في جل الدراسات الاقتصادية على العموم، وعليه سوف تنطلق الدراسة وفق المنهج الوصفي في الباب الأول والباب الثاني كونهما يحويان معلومات عامة حول الأوراق المالية وأسواقها، وكذلك جمع المعلومات وتحليلها لأغراض التقييم ومختلف طرق التقييم المستخدمة على مستوى سوق الأوراق المالية، كما سيتم أيضا اعتماد المنهج الوصفي التحليلي قصد أن تكون الدراسة أكثر عمقا وشمولية، وسيتم كذلك اعتماد منهج دراسة حالة في الفصل السادس من خلال الوقوف على واقع تقييم سهم مجمع رياض سطيف.

6- خطة البحث وهيكله

على ضوء ما سبق تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة أبواب، حيث يتعلق الباب الأول بالأوراق المالية وأسواقها ويتفرّع إلى فصلين، يتناول الأول الأوراق المالية بأصنافها وذلك من خلال التعريف بها وبمختلف تقسيماتها، أم الفصل الثاني فسيتطرق إلى أسواق الأوراق المالية من حيث تعريفها وتبين مختلف أقسامها وتنظيمها، بالإضافة إلى مختلف الصفات التي يجب أن تتصف بها.

أما الباب الثاني فسيهتم بالتحليلات والطرق اللازمة لتقييم الأوراق المالية، وسيقسم هو الآخر إلى فصلين هما الفصل الثالث والفصل الرابع، حيث سيتناول الفصل الثالث جمع المعلومات وتحليلها لأغراض التقييم، وذلك من خلال التطرق للمعلومات اللازمة لعملية التقييم وتحليلها وفقا للتحليل الفني والتحليل الأساسي. والفصل الرابع سيتطرق إلى تقييم الأوراق المالية من خلال تناول مختلف المفاهيم المستخدمة في عملية التقييم وكذلك طرق تقييم الأوراق المالية في السوق الأولية والسوق الثانوية.

وفي الباب الثالث والأخير ستتطرق الدراسة إلى تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر، حيث سيتضمن هذا الباب فصلين هما الفصل الخامس والفصل السادس. الفصل الخامس سيتعرض إلى بورصة الجزائر من خلال نشأتها، مختلف الهيئات المنظمة لها والمتدخلين بها وكذلك واقع والمعوقات التي تحول أمامها دون تأدية الوظيفة المنوطة بها. أما الفصل السادس سيتناول تقييم سهم مجمع رياض سطيف من خلال التعريج على تقديم المجمع، ومن ثم القيام بالتحليلات اللازمة والمساعدة لتقييمه، وكذلك السعي للوصول إلى قيمته الحقيقية بتطبيق مختلف طرق التقييم.

وأخيرا سيتم استعراض نتائج البحث ومختلف الاقتراحات والتوصيات التي سيتمّ بلوغها.

وفي النهاية لا بدّ من الإشارة على المشاكل والصعوبات التي تمّ مواجهتها في إنجاز هذه المذكرة من نقص للمراجع ونقص للمعلومات المساعدة إلى تقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الباب الأول

الأوراق المالية وأسواقها

الباب الأول: الأوراق المالية وأسواقها

تعبر الأوراق المالية الصادرة من الهيئات العامة و الخاصة عن الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي تعمل على المساهمة في تنشيطه وتفعيله وتحقيق الأهداف المنوطة به، خاصة في ظل الأهمية الكبيرة التي أصبحت هذه الأسواق تحتلها في المفهوم الاقتصادي الجديد. فسوق الأوراق المالية غدا في الآونة الأخيرة يحض باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما يقوم به من دور هام في تفعيل الأداء الاقتصادي ونموه على المستوى الجزئي والكلي، انطلاقا من خلق ثروة عن طريق حشد وتنشيط المدخرات محليا ودوليا وتوجيههما نحو القنوات الاستثمارية المربحة، وبالطبع فحشد المدخرات وتكوين رؤوس الأموال الداعمة للمسار التنموي الاقتصادي يتم انطلاقا من أوراق مالية جيدة ومتنوعة، لها القدرة الكاملة على ترسيخ القناعة الاستثمارية في ذهن العون الاقتصادي.

وقد جاء هذا الباب لتسليط الضوء أكثر على مختلف هذه الأوراق والسوق المتداولة فيها، ومختلف الصفات التي يجب أن تتميز بها.

ومن أجل تحقيق تطلعات هذا الباب تم تقسيمه إلى فصلين، وفقا لما يلي:

- الأوراق المالية؛
- سوق الأوراق المالية.

الفصل الأول
الأوراق المالية

الفصل الأول: الأوراق المالية

يقوم نشاط سوق الأوراق المالية على التعامل في مجال الأوراق المالية من خلال إصدارها وتداولها باعتبارها السلعة الرئيسية فيه. والأوراق المالية تمثل في جوهرها عقدا بين الشركات أو الحكومة المصدرة لها وبين المستثمرين، ليتم بموجبه تحديد حقوق وواجبات وامتيازات الطرفين. وفي أسواق الأوراق المالية المتطورة أصبحت بعض هذه الأوراق تشكل أداة بالغة التعقيد والأهمية في نفس الوقت ومنظمة بطريقة تهدف إلى تلبية احتجاجات واستراتيجيات معينة لدى مصدرها والمتعاملين بها. وتعد السندات والأسهم أكثر هذه الأوراق شهرة وانتشارا، فالسندات هي عبارة عن أداة دين يقرض بموجبها المستثمر للشركة أو الحكومة مبلغ من المال. أما الأسهم تمثل صكوك تعطي لحاملتها الحق في ملكية حصة معينة من الشركة، ويحدد بموجبها أيضا ماله من حقوق وما عليه من التزامات، إلا أنه يوجد نوع آخر من الأوراق المالية تجمع بين هذين النوعين معا، وتتمثل في الأوراق المالية الهجينة التي تحمل صفات الأسهم والسندات في آن واحد.

ولتوضيح أنواع هذه الأوراق المالية أكثر، فسيتم تفصيلها من خلال المباحث الثلاث الآتية:

- السندات؛
- الأسهم؛
- الأوراق الهجينة.

المبحث الأول: السنــدات

يمكن تناول هذا النوع من الأوراق المالية التي تمثل حق الدائنية من خلال مايلي:

- تعريف السندات وخصائصها؛
- التصنيفات المختلفة للسندات؛
- مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات.

المطلب الأول: تعريف السندات وخصائصها

يمكن تعريف السندات والتطرق إلى مختلف خصائصها، من خلال مايلي:

I – تعريف السندات

لقد وردت العديد من التعاريف للسندات اخترنا البعض منها وفقا لما يلي:

فدنـــيال مرتان عرفها على أنها: "صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل، مصدرة من طرف شركة أو هيئة حكومية، يعطى بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابل عوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفقا للقيمة الاسمية للسند، ومعدل الفائدة الذي يحمله".[1]

ويعرفها شمعون شمعون تعريفا مختصرا على أنها: "صكوك قابلة للتداول تصدرها شركة أو شخص معنوي تتعلق بقرض طويل الأجل"[2].

كما عرفها محمد صبري هارون على أنها: "وثيقة ذات قيمة واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة. تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي اقرضوها للشركة قرضا طويل الآجل"[3].

أما فريدريك تيلون فقد عرفها: على أنها صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل، خاص بشركة أو هيـــئة حكومية أو هيئة إجماعية ...الخ، وهي مستحقة في ميعاد استحقاق محدد، ويتحصل صاحبها على فوائد دورية، وهي من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة[4].

كما عرفها أيضا محمد الصالح الحناوي وآخرون على أنها: صكوك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدرها برد القيمة المدونة على السند، بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند خلال فترة زمنية متفق عليها[5].

---

[1]- D. Martina, Précis d'économie, Nathan, Paris, 1997, p: 80.

[2]- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر،أطلس للنشر، الجزائر، دون سنة، ص: 26.

[3]- صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص: 33.

[4]- F. Telon, Les marchés de capitaux, Seul, Paris, 1997, p: 15.

[5]- محمد الصالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدر الجامعية، مصر، 2002، ص: 247.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استنتاج أن السندات هي عبارة عن: صكوك تمثل أجزاء متساوية لقرض طويل الأجل، يصدر من طرف شركة أو هيئة من الهيئات المرخص لها بذلك، وفقا لطريقة الاكتتاب العام، وتعتبر هذه الصكوك بمثابة عقد أو اتفاق بين الهيئة المصدرة -الطرف المدين- والمستثمر أو المكتتب -الطرف الدائن-. يترتب عنها حقوق والتزامات، أهمها تعهد المقترض بدفع فائدة معلومة ومحددة مسبقا عند الاكتتاب للطرف المقترض، ضف إلى تسديد قيمتها عند ميعاد استحقاقها أو قبل هذا الميعاد حسب ما تم الاتفاق عليه عند الاكتتاب.

2- **خصائص السندات**

يتميز السند عن غيره من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص، أهمها:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره، وعليه فإن أصحاب السندات هم في الواقع دائنون بالنسبة للجهة المصدرة.[1]
- إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون رفع من رأسمالها، وذلك باعتبار السند مجرد دين على الشركة اتجاه حامله.[2]
- للسند قيمة اسمية، تاريخ استحقاق ومعدل فائدة -كوبون- دوري يتحدد اعتمادا على أسعار الفائدة في السوق، للسندات التي لها نفس درجة المخاطر.
- يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بحسب ما تم الاتفاق عليه في عقد الإصدار بغض النظر عما إذا حققت الشركة المصدرة أرباح أم لا. كما لا يحق تأجيل تسديد الفوائد حيث يترتب عن هذا التأجيل أو العجز حق لحامل السند في اتخاذ إجراءات قانونية ضد الشركة، قد تصل إلى درجة المطالبة بإشهار إفلاسها وتصفيتها.
- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.[3]
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في سوق الأوراق المالية.
- تتحدد القيمة السوقية للسند في السوق اعتمادا على سعر الفائدة الاسمية -الكوبون- وسعر الفائدة الجاري في سوق الاقتراض.
- تنقطع صلة صاحب السند بالشركة عند حلول تاريخ الاستحقاق و تسديد القيمة الاسمية.

1- B. Jaquilla & B.Solnik, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 4éme édition, 2002, p: 13.

2- M. Salah, Les valeurs mobilières: émises par les sociétés par actions, Edik, Alger, 2001, p: 48.

3- شمعون شمعون، دون سنة، مرجع سابق، ص ص: 26-27.

- السند يمكن أن يكون مضمونا بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها، كما يمكن أن يكون أيضا مضمونا بضمانات معنوية -ذمة معنوية عامة-، وذلك في حالة السندات التي أصدرتها الدولة أو هيئاتها.

- يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من قيمته الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار، كما يمكن أن يصدر بسعر أقل من قيمته الاسمية و يسمى الفرق بخصم الإصدار، و يكون القصد من وراء ذلك هو تشجيع الجمهور على الاكتتاب فيه، كما يمكن للسند أن يكون مخصوم الفوائد مسبقا، حيث يدفع المستثمر قيمة السند الاسمية منقوصة الفوائد التي ستترتب على السند طيلة حياته، ويسمى هذا السند في بعض الحالات " Ballet Bond".[1]

- تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة، مما يحقق وفرات ضريبية للشركة المصدرة.

-عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم -القيمة الاسمية للسند-.[2]

- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوى القائمة مابين الشركة والغير، ما لم يكونوا حائزين على ضمانات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.[3]

- للسند عائد يتولد عنه ولا يتضمن فقط قيمة الفوائد بل قد يتضمن أيضا الأرباح والخسائر الرأسمالية، التي تنشأ من جراء ارتفاع أو انخفاض من قيمته السوقية التي سبق وأن أشتري بها.[4]

المطلب الثاني: التصفيات المختلفة للسندات

يمكن تصنيف السندات وفقا للجهة المصدرة إلى صنفين أساسيين هما:

- السندات الخاصة؛
- السندات العامة.

I- السندات الخاصة

وهي تلك السندات التي تقوم شركات المساهمة الخاصة أو المؤسسات العمومية الاقتصادية بإصدارها في حالة احتياجها لتمويل خارجي أو لسيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها، ويمكن توضيح هذا النوع من السندات بشيء من التفصيل، من خلال مايلي:

1- نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998، ص ص: 56-66.

2- صبري هارون، 1999، مرجع سابق، ص: 34.

3- شمعون شمعون، دون سنة، مرجع سابق، ص: 29.

4- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 492.

1-1- عوامل وقيود إصدار السندات الخاصة

1-1-1- عوامل إصدار السندات الخاصة

هناك العديد من العوامل التي تدفع الشركة إلى إصدار السندات كمصدر تمويلي بدلا من اللّجوء إلى مصادر تمويلية أخرى، و من بين هذه العوامل نجد:[1]

- إصـدار السندات وسيلة لتلبية الاحتياجات التمويلية للشركة، دون تفويض سلطة القرارات فيها، خاصة إذا كان إصدار أوراق مالية أخرى في الشركة سوف يثير العديد من المشاكل مع المساهمين، ويؤثر على حقهم في الرقابة على أعمال الشركة.
- يحقـق إصدار السندات وفرات ضريبية للشركة، وذلك لكون الفائدة المستحقة تعتبر من التكاليف المالية التي تؤخذ بنظر الاعتبار قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة.
- يمكن اعتبار إصدار السندات عملية مفيدة في حالة قيام الشركة بتوظيف أو استثمار تلك الأموال المجمعة، بمعدل عائد يفوق معدل الفائدة الخاص بالسندات.
- قد يكون إصدار السندات أقل تكلفة من إصدار الأوراق المالية الأخرى، نظرا لمحدودية عنصر المخاطرة.
- توقـع اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع مستقبلا عن سعر الفائدة عن السندات مما يجعل من تكلفة التمويل عن طريق السندات منخفضة.
- يمكن أن تكون عملية إصدار السندات أداة مفيدة لتحفيز فئات معينة من المدخرين الذين لا يحبذون استثمار أموالهم في أوراق مالية أخرى -ذات مخاطر-.

1-1-2- قيود إصدار السندات الخاصة

هنا يمكن أن نميز بين نوعين من قيود إصدار السندات الخاصة، وهما:[2]

1-1-2-1- قيود اقتصادية

هي مجموعة من الاعتبارات التي يجب على الجهة المصدرة للسندات مراعاتها، وأهمها:

- إصـدار السـندات يترتب عليه مجموعة من الالتزامات للشركة المصدرة، إذ يتوجب عليها الوفاء بها في جميع الظروف والأحوال، لذلك لا بد من توخي الدقة والحذر في تقدير كل الظروف والاعتبارات قبل الإقدام على الإصدار.
- عـدم الإفراط في إصدار السندات حتى لا تضعف الثقة بالشركة جراء انخفاض نسبة ضمانتها، مما يؤدي إلى قلة الإقبال على سنداتها ومن ثم تحمل أعباء إضافية.

---

[1]- محمد براق، تسير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسير: تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999، ص: 21.

[2]- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، الجزء الأول، ص ص: 67-69.

1-1-2-2 قيود قانونية

وهـــي عـــبارة عـــن مجموعة من القوانين التي تنظم عملية إصدار السندات بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها، ومنها:

- عـــدم قـــدرة الشركة على إصدار سندات، إلا إذا أثبتت سنتين -02 سنة- من النشاط ممثلتين بميزانيتين مصادق عليهما من مجلس المساهمين.[1]

- القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار، وتحديد إجراءات الإشهار عن طريق التنظيم قبل افتتاح الاكتتاب بالنسبة للشركة التي لجأت إلى علنية الادخار.[2]

- عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة من الشركة نسبة معينة من الأسهم.

1 - 2- أنواع السندات الخاصة

يمكـــن تقســـيم السندات الخاصة إلى أنواع مختلفة بحسب الأسس أو المعايير المستخدمة في التقسيم، وذلك كما يلي:

1-2-1- أنواع السندات حسب طريقة تملكها وتداولها

وفقا لهذا المعيار يمكن التميز بين نوعين من السندات:

1-2-1-1- سندات اسمية[3]

وهـــي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه، ولا تتداول إلا بعد موافقة الشـــركة المصدرة، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية. والسندات الاســـمية أو مـــا تسمى بالسندات المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي -القيمة الاسمية- والفائدة، لذا لا يصرف أي منها إلا بأمر من صاحبها، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئـــي أي يســـجل أصـــل الديـــن فقط، أما الفائدة فتأخذ في شكل كوبونات ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

1-2-1-2- السندات لحاملها

وهـــي سندات تخلو من اسم حاملها، ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها موافقة الشركة أو إثـــبات ذلـــك في سجلاتها، وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند تنزع بمجرد استحقاقها، لتدفع وتحصل من الجهة المختصة.

1- المادة 715 مكرر 82، القانون التجاري الجزائري.

2- المادة 715 مكررة 86، القانون التجاري الجزائري.

3- محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص: 19.

1-2-2- أنواع السندات حسب نوع العائد

هنا يمكن التميز بين نوعين من السندات:

1-2-2-1- سندات ذات الفائدة الدورية الثابتة

وهي النوع العادي المألوف من السندات خاصة في الفترات الملائمة من ناحية ثبات الأسواق النقدية، أو توفير السيولة اللازمة، وفي هذا الصدد تكون السندات ذات معدل فائدة دوري ثابت تلتزم الشركة المصدرة بدفعه عند نهاية كل دورة.

1-2-2-2- السندات ذات الفائدة الدورية المتغيرة

وهذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة عليه خلال فترات معينة على ضوء تغير معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.

1-2-3- أنواع السندات وفقا لما تتمتع به من ضمان

اعتمادا على هذا المعيار يمكن التميز بين ثلاث أنواع من السندات، هي:

1-2-3-1- سندات غير مضمونة

وهي سندات عادية ليس لها ضمان سوى الضمان العادي الذي يتمتع به باقي الدائنين، والذي ينصب على جميع أصول الشركة وما تتمتع به من قدرة على تحقيق الأرباح.

1-2-3-2- سندات مضمونة بأصول معينة بالشركة[1]

نقصد بالأصول هنا الأراضي، المباني، التجهيزات وإلى غير ذلك من موجودات دائمة بالشركة، فهذه السندات تكفل لأصحابها الحق في وضع أيديهم على الأصل محل الضمان وذلك في حالة توقف الشركة عن الوفاء بأصل السند أو على فائدته الدورية.

1-2-3-3- سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية[2]

وهي سندات يتم ضمانها بواسطة هيئة خارجية -بنك، حكومة...إلخ-، سواء من الناحية سداد أصل السند أو فوائده الدورية.

1 -2-4- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

عملا بهذا المعيار يمكن تقسيم السندات إلى أنواع عدة، هي:[3]

1- مروان عطون، 1993، مرجع سابق، ص: 69.

2- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص: 183.

3- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص ص: 22-24.

1-2-4-1- السندات القابلة للتحويل

ونعني بها السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، إما اختياريا أو برغبة حامل السند، مما يشجع على الاكتتاب بها خاصة من المستثمرين الذين لا يحبذون المخاطر أو إجباريا باستدعاء تلك السندات وتحويلها.[1]

1-2-4-2- السندات القابلة للتحويل مع إمكانية القطع[2]

وهي نوع من السندات تصدر عادة من طرف شركات عالمية في الأسواق المالية الدولية، وهي تسمح للمستثمر إضافة إلى عملية تحويل السند الاستفادة من تقلبات أسعار العملات في سوق القطع، من خلال التحول من عملة السند إلى عملة السهم، علما أن سعر التحويل من السند إلى السهم ومن عملية إلى أخرى يحدد عند الإصدار.

1-2-4-3- السندات ذات القيمة الصفرية

وهي نوع من السندات لا يحصل صاحبها على فوائد دورية، وإنما يحصل على الفوائد عنها في شكل علاوة تعويض عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، وجاءت فكرة هذه السندات انطلاقا من شهادات الإيداع التي ظهرت حديثا في الولايات المتحدة الأمريكية.

1-2-4-4- السندات ذات المعيار النقدي

وهي سندات تكون الفائدة المحصل عليها دوريا، وكذا القيمة التي يسدد بها السند عند تاريخ الاستحقاق متغيرة تبعا لجملة من المؤشرات الاقتصادية والنقدية.

1-2-5- أنواع السندات حسب ميعاد الاستحقاق

تبعا لهذا المعيار يمكن التميز بين الأنواع الآتية:[3]

1-2-5-1- السندات الدائمة

وهي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق، ولا يمكن لحاملها استرداد قيمتها من الشركة المصدرة إلا عن طريق التخلص منها بيعا في سوق الأوراق المالية لشخص آخر.

1-2-5-2- السندات ذات تاريخ استحقاق محدد

وهي سندات لها تاريخ استحقاق معين، يتقدم فيه حامل السند لاسترداد أصل الدين.

1- محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، 2002، مرجع سابق، ص: 251.

2- ناجي الجمل، إدارة المحفظة المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998، ص ص: 15-16.

3- محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، 2002، مرجع سابق، ص: 251.

1-2-5-3- السندات القابلة للاستدعاء

وهي سندات تعطي الجهة المصدرة الحق في استرداد السند قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك اعتمادا على سعر الفائدة السائد في السوق، ومقارنته بمعدل الفائدة الذي يدفع لحامل السند، وعادة ما يكون هذا الشرط ملازم لشرط قابلية تحويل السند إلى أسهم.

1-3- طرق تسديد السندات الخاصة وأسباب سدادها

1-3-1- طرق تسديد السندات الخاصة

باعتبار السندات ديونا طويلة الأجل تلتزم الشركة المصدرة بتسديد قيمتها في المواعيد المتفق عليها، فإختيار الطريقة المناسبة لتسديد هذه الديون هو من إختصاص الشركة المصدرة، لذلك فإن لها كامل حرية اختيار طريقة من طرق التسديد الموالية:[1]

1-3-1-1- التسديد بطريقة الاستهلاك الجزئي

ويتم اختيار هذه الطريقة عندما يكون الدين كبيرا، ويتعذر الوفاء به دفعة واحدة أو يكون الوفاء مرة واحدة بمبلغ الدين من شأنه التأثير على الهيكلة المالية للشركة، فتلجأ الشركة إلى الوفاء به عن طريق استهلاك عدد من السندات في كل سنة وذلك عن طريق شرائها قبل موعد الاستحقاق -وعادة يكون ذلك عندما تجد الشركة أن قيمة السند في السوق أقل من قيمته الاسمية- أو عن طريق تدريج مواعيد الاستحقاق.

1-3-1-2- التسديد بطريقة الاستهلاك الكلي

وفقا لهذه الطريقة تلتزم الشركة بالوفاء بقيمة كل السندات ذات الإصدارات الواحدة معا، وفي الموعد المتفق عليه عند الإصدار.

1-3-1-3- السداد عن طريقة التحويل إلى أسهم

اختيار هذه الطريقة أي تحويل السندات إلى أسهم من شأنه الوفاء بحقوق حملة هذه السندات ومن ثم انقضاء دين الشركة اتجاههم، وتلجأ الشركة إلى هذه الطريقة للوفاء إذا كانت شروط الإصدار تتيح لها ذلك.

1-3-1-4- السداد عن طريق تحويل السندات القديمة إلى سندات جديدة

تعتبر طريقة من طرق الإحلال، حيث تقوم الشركة عندما يحل ميعاد استحقاق السندات السابقة، بإحلالها بسندات جديدة ذات ميعاد استحقاق جديد، وهذه العملية لا تتم إلا إذا كان متفق عليها في عقد الإصدار.[2]

---

[1]- أنطوان الناشف وخليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، الجزء الثاني، ص ص: 48-49.

[2]- أمين السيد احمد لطفي، المحاسبة في الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص ص: 199-213.

1-3-2- أسباب تسديد السندات الخاصة

إن اختيار الشركة المصدرة لتسديد سنداتها يعود إلى أسباب عدة، يمكن ذكر البعض منها في مايلي:[1]

- في حالة وجود مصادر تمويلية أكبر مناسبة لتسديد السندات.
- إمكانية تخفيض أعباء السندات، وذلك عندما يكون معدل الفائدة الاسمي المطبق أكبر من معدل الفائدة السوقي، تقوم المؤسسة المصدرة بتسديد السندات التقليدية وتعويضها بسندات جديدة بمعدل فائدة السائدة في السوق.
- إعطاء فرصة التخلص من الالتزامات والقيود التي تفرضها عملية إصدار السندات على الشركة.
- استبدال السندات بأسهم خاصة في ظروف الرواج الاقتصادي، حيث يكون بإمكان الشركة المصدرة بيع أسهمها بأسعار تفوق كثيرا قيمتها الاسمية.

2- السندات العامة

السندات العامة أو الحكومية هي صكوك مديونية طويلة الأجل تصدر عن الدولة بواسطة الخزينة العمومية -لتمثل فيها الطرف المدين- بغية الاكتتاب فيها من طرف البنوك أو الشركات العامة والخاصة أو الجمهور -ليمثلوا الطرف الدائن-، ولتوضيح الصورة أكثر عن هذه السندات سوف نتناولها من خلال مايلي:

2-1- عوامل إصدار السندات العامة وطرق الاكتتاب فيها

2-1-1- عوامل إصدار السندات العامة

باعتبار السندات العامة وسيلة ذات أهمية تتمكن بموجبها الدولة وهيأتها المخولة قانونا من الاقتراض عن طريق إصدار هذه السندات وطرحها للاكتتاب، فإنها تحقق من وراء ذلك جملة من الأهداف يمكن ذكر أهمها وفقا لما يلي:[2]

- تغطية عجز الميزانية العامة للدولة.
- التحكم في حجم السيولة -التضخم والانكماش- في الاقتصاد بغرض تجنب الوقوع في الأزمات الاقتصادية.
- الإسهام في تطوير الوعي الادخاري في أوساط المجتمع، وذلك قصد ضمان الحصول على الموارد المالية الضرورية واللازمة لتمويل الاستثمارات والاقتصاد.
- تحقيق الإشراف على الأنشطة البنكية وذلك من خلال إمكانية التأثير على حجم السيولة البنكية، وكذا كيفية توزيع مواردها على مختلف أنواع الاستخدامات.

---

[1]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 27.

[2]- نفس المرجع، ص: 29.

2-1-2- طرق الاكتتاب في السندات العامة

يمكن أن يتم الاكتتاب بالسندات العامة انطلاقا من طرق ووسائل عدة، أهمها:[1]

2-1-2-1- الاكتتاب العام

يحصل عندما تعلن الدولة عن إصدار سندات وتوجهها إلى الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين للاكتتاب فيها.

2-1-2-2- المزايدات

وهذه الطريقة تحصل عندما تنظم الدولة مزايدات تعرض فيها السندات للبيع وفقا للسعر الأعلى المعروض.

2-1-2-3- الاكتتاب عن طريق البنوك

وفي هذه الطريقة تقوم البنوك بدور الوسيط أو الوكيل في عملية الاكتتاب، إذ تستفيد الدولة من خبرة البنوك في هذا المجال، مقابل عمولة تدفعها للبنك، كما تتعهد البنوك بضمان الاكتتاب بجميع السندات المصدرة وتصبح ملزمة بشراء كل ما تبقى من سندات التي لم يكتتب فيها.

2-1-2-4- الاكتتاب عن طريق البيع في أسواق الأوراق المالية

وفي هذه الحالة تقوم الدولة ببيع سنداتها مباشرة في سوق الأوراق المالية.

2-2- أنواع السندات العامة

هناك العديد من التقسيمات لأنواع السندات العامة تختلف وفق المعايير المستخدمة، ويمكن ذكر أهمها في ما يلي:[2]

2-2-1- أنواع السندات العامة حسب مصدر الأموال

وفقا لهذا المعيار هناك نوعين من السندات، وهما:

2-2-1-1- السندات العامة الداخلية

وهي تلك القروض التي تتحصل عليها الدولة وهيأتها من أشخاص طبيعيين أو اعتباريين متواجدين في إقليمها الجغرافي.

2-2-1-2- السندات العامة الخارجية

وهي تلك القروض الممنوحة للدولة من هيئات خارجية وأشخاص اعتباريين أو طبيعيين يقيمون بالخارج.

---

[1]- مروان عطون، 1993، مرجع سابق، ص ص: 115-116.

[2]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص ص: 30-31.

2-2-2- أنواع السندات العامة حسب طبيعة الاكتتاب

وفقا لطبيعة الاكتتاب هناك نوعين من السندات، وهي:

2-2-2-1- السندات العامة الاختيارية

وهي عبارة عن سندات يكون فيها الاكتتاب بشكل اختياري دون إكراه أو قيود، مما يعطي للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين حق رفض أو قبول الاكتتاب في هذه السندات بما يتمشى مع مصالحهم.

2-2-2-2- السندات العامة الإجبارية

وهي سندات تصدرها الدولة وهيئاتها في الظروف التي تتميز بالصعوبة والعسر -مثل الفترات التي تلـي الحروب-. ففي مثل هذه الأوضاع نجد الأشخاص ينفرون من الاكتتاب في هذه السندات مما يستدعي بالدولة إلى إجبارهم وإكراههم على الاكتتاب فيها.

2-2-3- أنواع السندات العامة حسب أجلها

وهنا نميز بين نوعين من السندات:

2-2-3-1- السندات العامة المؤقتة

وهي سندات عامة محدودة الزمن أي لها تاريخ استحقاق معين ينبغي تسديدها عند حلوله.

2-2-3-2- السندات العامة اللانهائية

وهي السندات العامة الغير محدودة ميعاد الاستحقاق، حيث يترك للدولة حرية تحديده، ونجد من بينها سندات الريع محدودة شروط وطرق الامتلاك وسندات الريع الدائم الغير محدودة الشروط وطرق الامتلاك.

2-3- طرق تسديد السندات العامة

تقوم الدولة بتسديد السندات العامة عند ميعاد استحقاقها بوسائل كثيرة، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:[1]

2-3-1- التسديد عن طريق أقساط سنوية

وفقـا لهذه الطريقة يدفع مبلغ محدد كل سنة لأصحاب السندات العامة، ويتكون هذا المبلغ من الفائدة لـتلك السـنة بالإضـافة إلـى جزء من أصل السند، ويستمر دفع هذه الأقساط السنوية التي يمكن أن تكون متساوية أو متغيرة، إلى غاية استهلاك القرض العام بصفة عامة.

2-3-2- التسديد عن طرق القرعة

حيـث يـتم اختيار مجموعة من السندات بشكل عشوائي، ليتم تسديدها إما سنويا أو في فترات غير منتظمة.

1- مروان عطون، 1993، مرجع سابق، ص: 119.

2-3-3- التسديد عن طريق الشراء من أسواق الأوراق المالية

وهنا تقوم الدولة بشراء سنداتها من السوق، مما يمكنها من تحقيق وفرات مالية خاصة في الفترات التي تكون فيها القيمة السوقية أقل عن القيمة الاسمية.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات

يمكن تناول مختلف المزايا والمخاطر التي يمكن أن تصادف الاستثمار في السندات، من خلال مايلي:

1- مزايا الاستثمار في السندات

بالإضافة للميزة الرئيسية التي يتمتع بها المستثمر في السندات كونها وسيلة تمويلية تدرج ضمن أدوات الدين ذات الدخل الثابت، فهناك مجموعة من المزايا الأخرى، وهي:[1]

1-1- ثبات واستمرار العائد

إذ يحصل صاحب السند على قدر ثابت من الفائدة عند تواريخ استحقاق محددة وذلك لكون كوبون السند واجب الدفع، بصرف النظر عن نتيجة الشركة المصدرة، على عكس ما هو معروف عند الأوراق المالية الأخرى التي تدفع لها أرباح إلا في حالة تحقيق الشركة نتيجة إيجابية.

1-2- استرداد المبلغ المستثمر

فالسند في الغالب يصدر مضمونا بأصل من أصول الشركة، مما يمكن المستثمر فيه من استفاء قيمته عند الاستحقاق أو الإفلاس بأولوية.

1-3- الإعفاء الضريبي

بعض من السندات خاصة منها الحكومية نجدها تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي، لذلك فالكثير من المستثمرين يتجهون للاستثمار فيها.

1-4- الاستقرار النسبي للقيمة السوقية

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها السوقية، مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية للمؤسسات التي تعتمد بدرجة كبيرة على أموال الغير في تمويل نشاطاتها كالبنوك التجارية.

[1]- نوزاد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص ص: 67-68.

2- مخاطر الاستثمار في السندات

رغـم المـزايا المـتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات إلا أنها تنطوي على جملة من المخاطـر، تمـثل فيها درجة المخاطر والعائد المطلوب ما يعرف بالعلاقة التعويضية، فكلما زادت درجة المخاطر لا بد أن تعوض بقدر من العائد، ومن أهم هذه المخاطر نجد:[1]

2-1- مخاطر السيولة

نظرا لكون الاستثمار في السندات يعد استثمار طويل الأجل وذو مردود ثابت قد يتعرض إلى مخاطر السيولة الناجمة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم مما يؤدي إلى تدهور قيمتها السوقية.

2-2- مخاطر ناجمة عن تغير أسعار الفائدة في السوق

تتغـير أسـعار الفـائدة فـي السوق هبوطا وصعودا تحت تأثير قوى العرض والطلب عليها وعلى الأصـول المالـية الأخـرى، فمعدلات التضخم السائد ودرجة الانكماش والانتعاش أيضا تعتبر من العوامل المؤثـرة على أسعار الفائدة، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة العكسية المـتواجدة بين أسعار السندات والعوامل السالفة الذكر -بتأثيرها على أسعار الفائدة-. فارتفاع أسعار الفائدة السـوقية علـى أوراق مالية معينة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بقيت أسعار الفائدة عليها ثابتة -منخفضة- بسبب انخفاض الطلب عليها.

2-3- مخاطر استدعاء السندات

يـتعرض المسـتثمر إلـى هذه المخاطر عندما تكون السندات المستثمر فيها قابلة للاستدعاء، ويتم اسـتدعاءها مـن طـرف الجهـة المصـدرة في الوقت الذي تكون فيه القيمة السوقية للسند أكبر من قيمة الاستدعاء. وفي معظم الأحيان يكون شرط قابلية الاستدعاء ملازما للسند القابل للتحويل، لذا تستخدم الشركة المصـدرة حقهـا في الاستدعاء عندما ترتفع القيمة السوقية لأسهمها بشكل كبير مما يجعل القيمة التحويلية[2] للسند أكبر من قيمة الاستدعاء، فنجد حملة هذه السندات يتحينون الفرصة لتحويل سنداتهم لأسهم عادية، فتقوم الشركة المصدرة باستدعائها وعدم تمكنهم من ذلك.

[1]- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورقة، الأردن، 2001، ص ص: 223-224.

[2]- القيمة التحويلية = معدل التحويل x القيمة السوقية للسهم العادي وقت تحويل الورقة.

المبحث الثاني: الأسهم العادية

يتم تناول هذا المبحث من خلال النقاط الموالية:

- تعريف الأسهم العادية وخصائصها؛
- حقوق حملة الأسهم العادية والهدف من الاستثمار فيها؛
- أنواع الأسهم العادية؛
- أنواع مستحدثة من الأسهم العادية، ومختلف قيم السهم.

المطلب الأول: تعريف الأسهم العادية وخصائصها

يمكن تعريف الأسهم العادية وتقديم مختلف خصائصها ،من خلال مايلي:

1- تعريف الأسهم العادية

لقد وردت العديد من تعاريف الأسهم العادية التي تختلف عن بعضها من حيث الألفاظ والعبارات باختلاف الكتاب، ولكنها تصب في معنى واحد. فالبعض عرفها على أنها: "حصة أو نصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزء من رأس مال الشركة، ووسيلة لإثبات حقوقه في الشركة".[1]

ويعرفها البعض الأخر يعرف الأسهم على أنها: "صكوك تمثل حصص من رأس مال شركة الأموال قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعتبر حق من حقوق الملكية الخاصة، تتداول في شكل من أشكال انتقال الملكية".[2]

أما البعض الآخر على أنها: ورقة مالية متفاوض عليها، تدل على جزء من رأس مال الشركة، و هي ذات دخل متغير يتغير تبعا لتوزيعات أرباح الشركة، وتعتبر من الأوراق المالية ذات المخاطر.[3]

بينما هناك أيضا من فيعرف الأسهم بأنها: صكوك ملكية تمثل حصص من رأس مال الشركة، مجزّ عليها بجزء من الأرباح المحققة في الشركة، كما يمكن أن تكون محل تفاوض في أسواق الأوراق المالية.[4]

[1]- محمد صبري هارون، 1999، مرجع سابق، ص: 30.

[2]- حمزة محمد الزبيدي، 2001، مرجع سابق، ص: 174.

[3]- F. Teulon, 1997, Op-cit, p: 12.

[4]- D. Martina, 1997, Op-cit, p: 82.

فمن خلال التعاريف أنفة الذكر، يمكن القول أن الأسهم هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل أو صكوك لها حق في حصص شائعة في ملكية رأس مال الشركة المصدرة لها، بشكل يسمح لصاحبها أن يصبح شريكا تناسبيا في الشركة، كما تعد هذه الأوراق أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس مال شركة الأموال.

2- خصائص الأسهم العادية

يمكن إبراز أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم العادية، من خلال ما يلي:

2-1- الأسهم أداة وقاية من التضخم[1]

يتمثل السبب الرئيسي للتضخم في انخفاض القدرة الشرائية للنقود الناتجة عن ارتفاع الأسعار، وباعتبار التضخم نادرا ما يؤثر على النتائج المالية للشركات بسبب قدرتها على زيادة الأسعار بما يتناسب مع معدلات التضخم في السوق، وكما هو متعارف عليه بأن الأسهم وسيلة تحقيق عوائد مالية انطلاقا من نواتج الشركة، فإنها تشكل أداة وقاية من التضخم.

2-2- الأسهم لعبة إيجابية

كما هو معروف في عمليات المقامرة هناك طرفان ربح أحدهما يعني خسارة الأخر، لهذا تشكل ما يعرف بلعبة الصفر، لكن الاستثمار في الأسهم فإنه لعبة إيجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.

2-3- الأسهم استثمارات سائلة

تعتبر خاصية السيولة من الخصائص المهمة للأسهم، حيث نجد بأنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية، بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.

2-4- قابلية السهم للتداول[2]

وهي ميزة تعطى لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة، الأمر الذي يعطي مرونة عالية وحركية كبيرة لسوق الأوراق المالية، ويلاحظ أن هذه الخاصية لها صفة الإطلاق بشأن أسهم شركات المساهمة، في حين أنها موجودة بشكل استثنائي في عدد من الأوراق المالية الأخرى.

2-5- تساوي قيم الأسهم

لأسهم الشركة الواحدة قيم متساوية، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الأخر، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.[3]

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 172-174.

[2]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 8.

[3] محمد صبري هارون، 1999، مرجع سابق، ص: 31.

2-6- السهم خزان للقيمة

بمـــا أن السهم مرتبط بحياة الشركة فإن قيمته تزيد وتنخفض حسب النجاحات أو الانتكاسات المحققة مـــن طـــرف الشـــركة المصدرة، لذلك فإن الأرباح المحصل عليها قد تتصف بعدم المحدودة، كما أنه يمكن استرداد قيمتها في أسرع وقت.

2- 7- عدم قابلية السهم للتجزئة

يجـــوز الاشتراك في السهم الواحد من طرف أكثر من شخص، ولكن لا يجوز تجزئته بينهم إلا عن طـــريق البيع وتجزئة قيمته، لكن توجد حالات تلجئ فيها الشركة المصدرة عنوة في إطار ما يعرف باشتقاق الأســـهم إلـــى تجـــزئة السهم، إذا ما ارتفعت قيمته أكثر من قيم الأسهم الأخرى المتداولة، من أجل إضفاء التوازن في السوق.

2-8- مسؤولية صاحب السهم بمقدار حصته وعدم تقادم حقه

بخـــلاف شـــركات الأشخاص الأخرى، فإن المساهم في شركة الأموال تتحدد مسئوليته في حدود ما يملكه من أسهم، كما أن حق المساهم لا يضيع أو يتقادم بسبب عدم الاستعمال، بالإضافة إلى ذلك فإن التقادم يبدأ بعد اليوم الأول من تحويل حق المساهم من حق الملكية إلى حق دائنية، وخاصة في حالة إفلاس الشركة أو تصفيتها.

المطلب الثاني: حقوق حملة الأسهم العادية وأهداف الاستثمار فيها

يمكن تناول أهم حقوق حملة الأسهم العادية ومختلف الأهداف من الاستثمار فيها، من خلال مايلي:

1- حقوق حملة الأسهم العادية

يمكن تلخيص أهم حقوق حملة الأسهم العادية من خلال ما يلي:[1]

1-1- الحق في الإعلام

هذا الحق يعطي نوعين من الحقيقة، الحقيقة الأولى ترى أنه من الطبيعي أن يكون للمساهم الحق في الإعـــلام بصـــفة دائمة بخصوص المعلومات الخاصة بسير الشركة، حتى يتمكن من معرفة وضعيتها. أما الحقـــيقة الثانية فترى أنه من حق المساهم أن يبلغ ويعلم بتاريخ ومكان الجمعية العامة وسبب انعقادها، وإن كانت عادية أو استثنائية.

[1]- G. Guéry, Droit des affaires, Gualina éditeur, Paris, 8ème édition, 1999, pp: 376-379.

1-2- الحق في التصويت

هــو حق من الحقوق الأساسية والشخصية للمساهم التي تمكنه من المشاركة في القرارات الجماعية، واختــيار أعضــاء مجلــس الإدارة والعديــد من المواضيع الهامة الأخرى الخاصة بالشركة. كما أن معظم التشــريعات المــنظمة للشــركات تعطي لكل سهم الحق في صوت واحد عند الاقتراع في المسائل الخاصة بالشركة.

1-3- حق الحضور للجمعية العامة

يعتبر حق الحضور للجمعية العامة للشركة من طرف المساهم من الحقوق الرئيسية، التي تمكنه من مناقشة تقارير مجلس الإدارة والوضعية المالية للشركة ومختلف تقارير محافظ الحسابات.

1-4- الحق في الأرباح الموزعة

كل مساهم له الحق في توزيعات الأرباح المحققة من طرف الشركة، وفقا للشروط المنصوص عليها في القانون الأساسي، وحتى يتم توزيع الأرباح في الشركة لابد من توفر شرطين هما:

- تحقيق أرباح.
- الجمعية العامة للمساهمين تقرر توزيع الأرباح على المساهمين.

1-5- الحق في احتياطات الشركة وأموال التصفية

كمــا هــو معلوم أن كل الشركات تشكل احتياطات قانونية انطلاقا من أرباحها، ويختلف حجم هذه الاحتياطات حسب القانون الأساسي لكل شركة، فهذه الاحتياطات يمكن أن تكون محل توزيع على المساهمين بقرار من الجمعية العامة.

كذلــك نجــد فــي حالة التصفية، وبعد تحصيل الأصول وتسديد الخصوم الخاصة بالشركة فإن القيم المتبقية توزع على المساهمين تناسبيا مع ما يحملونه من أسهم.

1-6- حق الأفضلية في الاكتتاب

في بعض الأحيان نجدها تنص في القانون الأساسي لبعض الشركات على حق المساهمين القدامى في أولوية الاكتتاب، بالأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة بغية الرفع من رأسمالها.

2- أهداف الاستثمار في الأسهم العادية

هناك أكثر من هدف وراء الاستثمار في الأسهم العادية، يمكن ذكر أهمها من خلال مايلي:[1]

---

[1] - محمد السويلم، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، دون دار نشر، دون بلد نشر، 2000، ص ص: 175-176.

2-1- أهداف تحقيق عوائد سنوية

باعتبار أن الأسهم العادية يعتمدها المستثمر كبديل على الودائع التي تقدمها الأوعية الادخارية المختلفة، فالمستثمر يسعى إلى الاستثمار في الأسهم من أجل الحفاظ على عوائد سنوية متزايدة، خلافا للعوائد الأخرى المتأتية من وسائل ادخارية، التي تتناقص قيمتها عبر الزمن مع انخفاض القدرة الشرائية للنقود.

2-2- أهداف تحقيق الزيادة الرأسمالية

والمتمثلة في شراء السهم بسعر ما ثم إعادة بيعه بسعر أعلى محققا بذلك زيادة رأسمالية في هذه العملية، وهي شبيهة بالمضاربة إلى حد كبير.

2-3- أهداف تحقيق العوائد السنوية والزيادة الرأسمالية

يعتبر تتابع الزيادة في القيمة السوقية للأسهم نتيجة لتحسين المركز المالي للشركة وتحسن مؤشراتها المختلفة، حفزا على زيادة الطلب عليها في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة رأسمالية في صافي الربح المحقق منها.

المطلب الثالث: أنواع الأسهم العادية

يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى أنواع عدة تختلف عن بعضها البعض بحسب المعيار المستخدم في التصنيف، ونذكر من هذه الأنواع مايلي:

1- أنواع الأسهم العادية حسب الشكل

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى الأنواع الثلاثة الموالية:

1-1- أسهم لحاملها [1]

هي أسهم لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يذكر فيها لحاملها، وتكون ملك للشخص الذي يحوزها، كما أن ملكيتها تنتقل بمجرد مناولتها، فهي من أشباه النقود، وتوفر لحملتها مزايا عديدة أهمها عدم الإعلان عن اسم المستثمر فيها وسهولة التداول، كما يمكن استخدامها أيضا كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، أما العيوب التي يمكن أن تنجر عنها وهي مخاطر فقدان حقوق مالك السهم في حالة السرقة أو الضياع.

1-2- أسهم اسمية

وهي تلك الأسهم التي تحمل اسم صاحبها، ولا تنتقل ملكيتها إلا بالقيد في دفاتر الشركة، فهي تحتوي على البيانات التالية:

---

[1]- طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 21.

- اسم ولقب المساهم.
- عنوان المساهم.
- وضعية المساهم.
- نوع السهم، ونوع الشركة المصدرة له.
- القيمة الاسمية.
-عملية التنازل وتاريخ حدوثها -إن وجدت-.

1-3- الأسهم الإذنية أو لأمر[1]

ويصدر هذا السهم لإذن شخص معين أو لأمره، وتتم عملية تداوله وانتقال ملكيته عن طريق التظهير، بدون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة. إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، لاعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم، ومعرفة المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم يتم دفعها من قيمة السهم.

2- أنواع الأسهم حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين الأسهم الآتية:

2-1- الأسهم النقدية[2]

وهي أسهم تمثل حصص نقدية في رأسمال شركة الأموال، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقدا، وفي بعض الدول يجيز القانون الوفاء بقيمتها على أقساط، حيث لا تقل قيمة القسط الواجب السداد عند الاكتتاب عن ربع القيمة الاسمية. يكون كل من تداولت بينهم هذه الأسهم مسؤولون مسؤولية تضامنية عن سداد الجزء الذي لم يسدد من قيمة السهم.

2-2- الأسهم العينية[3]

الأسهم العينية هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية مساهم بها في رأس مال الشركة، كما أن قيمة هذه المساهمة لابد وأن يصادق عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية. ولا يمكن بأي حال من الأحوال للشركة أن تقوم بتسليم الأسهم العينية لأصحابها، إلا بعد التأكد من أن هؤلاء قد قاموا فعلا بتسليم الأصول التي تقابلها على نحو يحقق الدفع الكامل لقيمة هذه الأسهم.

---

[1]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 4.

[2]- نفس المرجع، ص: 48

2-3- الأسهم المختلطة

وهي أسهم يتم الوفاء ببعض من قيمتها عند الاكتتاب نقدا والبعض الأخر عينيا.

2-4- أسهم أو حصص التأسيس

وهي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدمه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة وإخراجها إلى حيز الوجود، وهذه الأسهم قد تكون اسمية أو لحاملها، وتعطى لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب في أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية –أي لا تدخل في تكوين رأسمال الشركة– لكن لها قيمة سوقية.

3 – أنواع الأسهم حسب الحق الذي يتمتع به حاملها

تباعا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى الأنواع الآتية:

3-1- أسهم عادية

وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم التي تصدرها شركات الأموال ،ويتمتع حاملة هذه الأسهم بالحقوق الأنفة الذكر، والمذكورة في القانون الأساسي للشركة.

3-2- أسهم ممتازة

ويعتبر هذا النوع من الأسهم هجينا بين الأسهم العادية والسندات، وسيتم التطرق إليه بالتفصيل في المبحث الموالي.

3-3- أسهم التمتع[1]

وهي أسهم تمنح دون مقابل للمساهمين الأصليين في الشركة، بدل الأسهم التي تم تعويضهم عليها وفق استهلاك أو غير ذلك. فهذه الأسهم تظهر نتيجة احتياطات تم تحويلها إلى رأس مال، ومنحها يتم في أغلب الأحيان عن طريق القرعة، ويكون لأصحابها حق متأخر عن حقوق باقي المساهمين.

3-4- أسهم مؤخرة[2]

وهي أسهم تعطى للأشخاص المؤسسون للشركة، حيث يعطون الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم الممتازة والعادية، وذلك تعبيرا عن ثقتهم في نجاح الشركة من جهة، ومن جهة أخرى تلبية رغبتهم في الحصول على أرباح أكبر.

[1]– M. Salah, 2000, Op-cit, p: 22.

[2]– محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 15.

المطلب الرابع: أنواع مستحدثة من الأسهم العادية ومختلف قيم السهم

يمكـــن الـــتعرض إلـــى مختلف الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية ومختلف قيم السهم، منة خلال مايلي:

1- أنواع مستحدمة من الأسهم العادية

إلـــى جانب الأسهم العادية التقليدية التي تعرضنا إليها سابقا، فقد ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع حديثة من الأسهم العادية، يمكن ذكرها أهمها ما يلي:

1-1- الأسهم العادية لأقسام الإنتاج[1]

فـــي الأصل الشركة الواحدة هي مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط توزيعاتها بالأرباح التي تحققهـــا الشركة ككل. لكن ظهرت في الآونة الأخيرة بعض الشركات الأمريكية مثل شركة جينرال موتورز التـــي أصدرت أنواع أخرى من الأسهم تعرف بأسهم أقسام الإنتاج، حيث يرتبط كل نوع منها بقسم إنتاجي معين، وعوائدها تتعلق بما يحققه ذلك القسم من عوائد، فبالرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع من الأسهم إلا أنه خلق نوع من التضارب في المصالح بين المستثمرين.

1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة[2]

ظهر هذا النوع من الأسهم لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، بعد إصدارها تشريع ضريبي يقضـــي بالسماح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في إطار خطة تهدف إلى إشـــراكهم في ملكية الشركة. فخصم توزيعات تلك الأسهم يتم من أرباح الشركة قبل الضريبة، خلفا للأصل المعمـــول به والمتمثل في كون التوزيعات التي يحصل عليها المساهمين لا تعد من المصروفات التي تخصم قبل الضريبة.

كمـــا نصت أيضا في هذا الصدد البعض من التشريعات الأخرى، على إعفاء المؤسسات المالية التي تمنح قروض لصندوق العاملين، المخصص لتمويل عمليات شراء أسهم هذا النوع من دفع الضريبة على 50 % من فوائد القروض، مما يؤدي إلى تخفيض معادلات الفائدة، ومن ثم تخفيض تكلفة شراء الأسهم.

1-3- الأسهم العادية المضمونة

ظهـــر هـــذا النوع من الأسهم في عام 1984 بالولايات المتحدة الأمريكية لأول مرة، وهذه الأسهم تعطـــي لحاملها الحق في مطالبة الشركة المصدرة بالتعويض في حالة انخفاض قيمتها السوقية إلى حد معين خلال فترة زمنية معينة بعد عملية الإصدار مباشرة، وفي هذه الحالة فإنه:[1]

---

[1] رسمية قرياقص، أسواق المال: أسواق- رأس المال - المؤسسات، الدر الجامعية، مصر، 1999، ص: 21.

[2] نفس المرجع، ص: 23.

– يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية للسهم.

– تجنب مخاطر التعويض لخسائر تحدث جراء انخفاض القيمة السوقية للسهم في حدود المستوى المحدد للتعويض.

1-4- أسهم الخزينة[2]

ينشأ هذا النوع من الأسهم عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها في إحدى الحالات التالية:

– في حالة تخفيض رأس المال.

– إذا كان الشراء يقصد التوزيع على العاملين بالشركة سواء كنصيب في الأرباح أو كزيادة نسبة المشاركة.

– إذا تطلب النظام موافقة الشركة على انتقال ملكية الأسهم، ورأت الشركة رفض موافقة وشراء الأسهم لنفسها.

والجدير بالذكر أنه لا يكون لهذه الأسهم خلال فترة احتفاظ الشركة بها، أي حق من حقوق التصويت أو الحصول على الأرباح، ففي معظم الأحيان لا تتعدى فترة الاحتفاظ بها سنة واحدة قبل التصرف فيها إلى العاملين أو الغير أو إعدامها في حالة تخفيض راس المال.

كما توجد بعض الدول توجيز للشركات شراء أسهمها في فترات الأزمات بغية تخفيف حدة الأزمة.

1-5- الأسهم الخاصة[3]

الأسهم الخاصة هي وسيلة استنبطت لمراقبة قرارات الشركات المخصخصة، فعن طريقها تحتفظ الحكومة بحقها في الحضور والمشاركة في مناقشات جلسات مجلس الإدارة للشركة المخصخصة بواسطة ممثلين عنها، بما يمكنها من المحافظة وحماية مصالح الدولة والصالح العام، وكذا حماية استقلالية الشركة، ومنع الأطراف الأجنبية من التحكم في رأس مالها، أو قراراها بصفة مطلقة.

فحيازة هذه الأسهم في غالب الأحيان لا يتجاوز خمس سنوات بعد تاريخ الإصدار، وبعدها يتحول هذا السهم الخاص إلى سهم عادي.

1-6- أسهم الاقتصاد الجديد

هي أسهم خاصة بشركات قطاع التكنولوجيا والبرمجة ووسائل الإعلام والاتصال، وتتميز هذه الأسهم بسعر الإصدار المرتفع مقابل الإقبال الكثيف عليها، وذلك لتميزها بأداء قوي، ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية. كما تعد أيضا عامل رئيسي يقف أمام استقرار أسعار الأسهم العادية الأخرى واستقرار

1– نفس المرجع، ص: 23.

2– طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: بورصة الأوراق المالية، ص ص: 25-26.

3– صالح الحناشي، "مسببات سياسية التحويل وأهدافها التجربة البريطانية"، مجلة الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية والتنمية الاقتصادية، اتحاد البورصات وهيئات سوق المال العربية، الكويت، يناير 1996، ص: 222.

السوق عامة. وتعتبر هذه الأسهم أيضا حافز رئيسي للمستثمرين لاسيما منهم الجدد لحثهم على الاستثمار، وتحديد شكل توظيفتهم ونسبها.[1]

2- مختلف قيم السهم

هناك العديد من القيم للسهم يمكن ذكر أهمها من خلال ما يلي:

2-1- القيمة الاسمية

تشير القيمة الاسمية للسهم إلى تلك القيمة التي تتحدد من خلال عقد الشركة، فاهي غالبا ما تكتب على وثيقة السهم، ويتم على أساسها حساب رأس مال الشركة، بضرب هذه القيمة في عدد الأسهم.

ويمكن التوصل إلى هذه القيمة من خلال الصيغة الموالية:

$$\text{القيمة الاسمية السهم} = \frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

كما أنه لا يتم إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية سواء عند التأسيس أو رفع رأس مال الشركة.

2-2- القيمة الدفترية

وتعبر عن قيمة السهم في دفاتر الشركة أو بعبارة أدق هي عبارة عن القيمة الناتجة عن قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة في هذا التاريخ أي حصة السهم الواحد من صافي موجودات الشركة، ويمكن الوصول إليها انطلاقا من العلاقة التالية:[2]

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{صافي الأصول} - \text{الديون}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس مال} + \text{احتياطي الأرباح}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية إلى قيمة تاريخية وليس إلى قيمة مستقبلية.

2-3- القيمة السوقية

وهي القيمة التي يتداول بها السهم في السوق، فيمكن أن تكون أقل أو أكبر أو مساوية للقيمة الاسمية للسهم. كما أن المهتمين بسوق الأوراق المالية يرون أن القيمة السوقية للسهم هي فقط التي تعكس قيمته الحقيقية.[3]

وتتحدد القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية استجابة للعديد من العوامل منها:[4]

1- بريس خوري، "تقلبات أسعار الأسهم: ما الدروس؟"، مجلة الاقتصاد والأعمال، دار الصياد، بيروت، عدد244، أفريل2000، ص: 19.

2- محمد السويلم، 2000، مرجع سابق، ص: 187.

3- حمزة محمود الزبيدي، 2001، مرجع سابق، ص: 175.

4- نوراد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص: 59.

- القيمة الدفترية.
- مستويات الطلب والعرض في السوق.
- الظروف الاقتصادية المرتبطة بالتضخم والركود.
- الظروف السياسية والأمنية وكذا الثقافية ...الخ.
- السياسات المالية المنتهجة من طرف الدولة.
- توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة.
- المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح.

2-4- القيمة الحقيقية للسهم[2]

وهي نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية والمعطيات والمؤشرات الحالية.

2-5- القيمة التصفوية

وهي القيمة التي من المتوقع أن يحصل عليها المساهم في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها بما فيها حقوق الأسهم الممتازة، ويمكن الوصول إلى هذه القيمة انطلاقا من المعادلة التالية:[3]

$$\text{قيمة السهم بعد التصفية} = \frac{\text{موجودات الشركة بعد التصفية}}{\text{عدد الأسهم}}$$

2-6- القيمة الاحلالية

تختلف القيمة الاحلالية عن القيمة التصفوية، فالقيمة التصفوية تشير كما عرفنا إلى صافي القيمة البيعية للأصل أو الورقة المالية، بينما تشير القيمة الاحلالية إلى التكلفة المطلوبة للحصول على الأصل الحالي بنفس قدراته الإنتاجية بسعر اليوم. لذلك في حالة عدم وجود تكلفة معاملات، فسوف تتعادل القيمة التصفوية مع القيمة الاحلالية أما إذا وجدت فإن القيمة الاحلالية تكون أكبر من القيمة التصفوية.[4]

---

[1] - نوراد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص: 59.

[2] - محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة: مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبة عند تقييمك للاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 13.

[3] - عبد النافع الزراري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص: 157.

[4] - محمد الصالح الحناوي وابراهيم سلطان وجلال العبد، 2002، مرجع سابق، ص: 211.

المبحث الثالث: الأوراق المالية الهجينة

تعـبر هـذه الأوراق عـن منتوجات مالية تجمع بين حق الملكية وحق الدائية في نفس الوقت، فلها خصـائص الأسهم التي تمثل جزء من رأس مال الشركة، وخصائص السندات التي تمثل دين على الشركة. فهناك أنواع عدة من هذه الأوراق لذلك يرتئ التعريج على البعض منها فيمايلي:

- الأسهم الممتازة؛
- أنواع أخرى من الأوراق المالية الهجينة.

المطلب الأول: الأسهم الممتازة

بغـية تسـليط الضوء والتعرف أكثر على الأسهم الممتازة سوف نسعى إلى دراستها من خلال هذا المطلب في النقاط الثلاث الموالية:

- تعريف الأسهم الممتازة؛
- أنواع الأسهم الممتازة وحالات اعتمادها كمصدر تمويلي؛
- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة.

1- تعريف الأسهم الممتازة وخصائصها

1-1- تعريف الأسهم الممتازة

للوصول إلى تعريف جامع للأسهم الممتازة سوف يتم التطرق إلى بعض التعاريف وفقا لمايلي:

هناك من يعرّف السهم الممتاز بأنه مستند ملكية له قيمة دفترية وقيمة اسمية وقيمة سوقية شانه شان الأسهم العادية، ويتمتع بحق الأولوية، سواء من حيث توزيعات الأرباح السنوية أو اقتسام أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسيل أصولها.[1]

كما يعرفه البعض الآخر أيضا أنه: "عبارة عن ورقة مالية يتمتع حاملها بأولوية الحصول على عوائد قبل حملة الأسهم العادية، باعتبار أن هذا العائد يمثل نسبة مئوية لا تقل عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم في معظم الدول المتطورة، وهذه الأسهم غالبا ما لا تتمتع بحق التصويت".[2]

كما أن هناك من يتفق على أن الأسهم الممتازة هي عبارة عن أوراق مالية تثبت لأصحابها الحق في ملكية جزء من راس مال شركة المساهمة المصدرة لها، لها قيمة اسمية وقيمة سوقية و قيمة دفترية شأنها في

---

[1]- نوزاد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص: 56.

[2]- F. Teulon, 1997, Op-cit, p: 13.

ذلــك شــأن الأسهم العادية. كما أن مالكها يتمتع بحق اكبر من ذلك الذي يمنح لأصحاب الأسهم العادية من حيــث الأولويــة في الحصول على قيمة السهم عند التصفية، وكذا الحصول على أرباح بنسبة محددة عندما يقرر توزيعها، كما لا يجوز لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة للمساهمين.[1]

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السهم الممتاز بأنه ورقة مالية تمثل شكل من أشكال الملكية مــن ناحية قانونية وضريبية، وتجمع بين صفات وحقوق الأسهم العادية والسندات. لهذا يمكن اعتبارها بأنها ورقــة مالــية هجينة لها خصائص القيم التي تمثل حق الملكية وكذالك الأخرى التي تمثل حق الدائنية، فهذه الورقــة لها قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية تظهر بها في دفاتر الشركة، ويعبر عنها بالقيمة الاسمية مضافا لها علاوة الإصدار، مما يوحي بان السهم الممتاز ليس له نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التــي تظهــر فــي الميزانية. فالسهم الممتاز يتمتع عن غيره من الأوراق المالية الأخرى بحق الأولوية في الحصــول علــى توزيعــات أرباح، وكذا حق الأولوية في الحصول على قيمة السهم عند التصفية. وكذلك بإمكانية حصول حاملته على امتياز زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت إذا ما تقرر منحهم حق التصويت والتدخل في الإدارة.

1-2-خصائص الأسهم الممتازة

تتمــيز الأسهم الممتازة كورقة مالية دون باقي الأوراق المالية الأخرى التي تصدرها الشركات بعدد من الخصائص الفريدة، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:[2]

- مــن حيث سعر البيع والقيمة الاسمية، نجد أن سعر البيع هو سعر الإصدار، أما القيمة الاسمية هي القيمة المحددة للسهم الممتاز من قبل الشركة المصدرة له. كما يتم إصدار أسهم ممتازة دون قيمة اسمية ولكن بقيمة بيعــيه، بما يوحي أن ليس هناك علاقة بين القيمة الاسمية والقيمة البيعية التي تمثل قيمة سعر السهم مضاف إليه نسب السهم من الربح الموزع
- من حيث العائد فانه يتم إصدار أنوع من هذه الأسهم ذات عائد قابل للتعديل، يمكن تعديله كل ربع سنة أو كل سنة بنسبة ثابتة.
- تتمــيز الأسهم الممتازة بأولوية الحصول على الأرباح بنسبة محددة، وفي ناتج تصفية أصول الشركة، و ذلــك مــن اجــل ضمان حد أدى من الأمان والدخل لحملتها، وتقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرضون لها مقارنة مع المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

---

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 23.

- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص: 104.

[2]- نفس المرجع، ص ص: 155-158.

- يــتم إصـــدار الأسهم الممتاز بقيمتها الاسمية وهذا ما لا يحدث عند إصدار الأسهم العادية. ويترتب على القيمة الاسمية حصول حملة الأسهم الممتازة عليها عند التصفية، وكذا تحديد نسبة الأرباح التي يحصل عليها حملتها كنسبة مئوية منها.

- يكـــون لحملة الأسهم الممتازة الحق في تجميع الأرباح المقررة لهم، ويتقرر ذلك إذا كانت النسبة المقررة للإرباح عالية، والأرباح التي تقرر توزيعها لا تفي لهذه النسبة.

- يحـــق لحملــــة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية، للاعتبار أنه بموجب القيمة الاسمية للسهم الممـــتاز يمكن الحصول على عدد اكبر من الأسهم العادية، ويتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قوي. وكذلـــك من اجل تحقيق المساواة بين حملة الأسهم وتخفيض عبئ الأسهم الممتازة على الشركة، وتجنب دفع الأرباح المتجمعة.

- يمكـــن للســـهم الممتاز كورقة مالية تصدر عن الشركة أن يتدخل بالتصويت على قرارات مجلس الإدارة داخل الجمعية العمومية للمساهمين.

- يتمـــيز السهم الممتاز بحق مشاركة الأسهم العادية في اقتسام أرباح الشركة التي توزع فيها، بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة لهم كنسبة مئوية من القيمة الاسمية لسهم.

- للســـهم الممـــتاز حـــق إلزام الشركة بتكوين احتاطي لاستهلاك هذه الأسهم تحدد قيمتها بناءا على القيمة الاسمية للأسهم.

- يمكـــن أن يكون للسهم الممتاز حق مطالبة الشركة بتكوين علاوة استهلاك الأسهم إذا كانت الشركة ملزمة بدفع اكبر من القيمة الاسمية للسهم الممتاز عند الوفاء بقيمته لحامله.

- تتميز الأسهم الممتازة كذلك بقابلية الاستدعاء وذلك إما بشرائها أو استبدالها.

2- أنواع الأسهم الممتازة وحالات اعتمادها كمصدر تمويلي

يمكـــن تناول أهم أنواع الأسهم الممتازة ومختلف الحالات التي يمكن أن تعتمد فيها كمصدر تمويلي، فيمايلي:

2-1- أنواع الأسهم الممتازة

انطلاقـــا ممـــا ســـبق ذكره فيمكن أن نستنتج أن هناك العديد من أنواع الأسهم الممتازة، يمكن ذكر البعض منها وفق مايلي:

2-1-1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح والغير مجمعة[1]

ويقصـــد بالأسهم الممتازة المجمعة للإرباح تلك الأسهم التي لا يسقط حق حملتها في الحصول على نصيب من الأرباح، في حالة عدم كفاية الأرباح في سنة ما أو لأي سبب من الأسباب يحول دون أجراء هذه التوزيعات، فترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية، أو متى تقرر توزيعها، ليحصل حملتها على الأرباح مجمعة معا.

أمـــا الأسهم الممتازة غير المجمعة للإرباح هي أسهم يسقط حق حملتها قي المطالبة بنصيب الأرباح المستحقة في حالة عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات.

2-1-2- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل[2]

وهـــي الأسهم الممتازة التي بإمكان الشركة المصدرة لها تحويلها إلى أسهم عادية في حالة ما اختار صاحب السهم ذلك، وعملية التحويل هذه تتم وفق شروط محددة في القانون الأساسي للشركة، وغالبا ما يكون اختـــيار تحويـــل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية عند ارتفاع السعر السوقي لهذه الأخيرة مما يسمح للمحول بتحقـــيق عوائـــد رأسمالية، وعامة يكون الغرض من إضافة حق قابلية التحويل ضمن شروط الإصدار هو تشجيع المدخرين على الاكتتاب في هذا النوع من الأوراق المالية.

2-1-3- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء

الأســـهم الممتازة القابلة للاستدعاء هي أسهم تصدرها الشركة بغرض حصولها على حق في إجبار أصـــحاب هذه الأسهم بإرجاعها بسعر معين وخلال مدة محددة من تاريخ إصدارها. وهذه الأسهم تجمع بين خصـــائص الأسهم والسندات فمن ناحية يمكن استردادها وفقا لما هو محدد عند الاكتتاب لتتماثل مع السندات التـــي تستردها الشركة المصدرة لها، وفي نفس الوقت فانه لا يترتب عن سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها أي مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية قرينة بالأسهم.[3]

كمـــا يعتبر سبب اللجوء إلى صيغة إصدار الأسهم القابلة للاستدعاء من طرف الشركة هو التخفيض مـــن مخاطـــر الـــرفع المالـــية، ذلك لان الأسهم الممتازة تكلف الشركة أعباء ثابتة أكثر مما هو عليه الحال بخصوص الأسهم العادية.

---

[1]- حمزة محمود الزبيدي، 2001، مرجع سابق، ص: 177.

[2]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 11.

[3]- حمزة محمود الزبيدي، 2001، مرجع سابق، ص: 177.

2-1-4- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح والغير مشاركة في الأرباح

بعد حصول أصحاب هذا النوع من الأسهم على الأرباح وفقا للمعدل المتفق عليه فيكون باستطاعتهم مشاركة حاملي الأسهم العادية فيما تبقى من الأرباح الغير موزعة، هذا وقد يكون حق المشاركة في الأرباح غير مقيد بحد كما يمكن أن يكون له حد أقصى وهذا النوع من الأسهم محدود وقليل الاستعمال.[1]

أما الأسهم الممتازة الغير مشاركة في الأرباح وهي أسهم يكون لحاملها حق في الحصول على الأرباح وفق المعدل المقرر، دون أن يتمكن من مشاركة حاملي الأسهم العادية فيما تبقى من الأرباح الأخرى الغير موزعة.

2-1-5- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة[2]

قد ظهر هذا النوع من الأسهم الممتازة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982، وتقوم صيغتها على ربط الأرباح بمعدل فائدة خاص بنوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم مرة كل ثلاث اشهر بناءا على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل الفائدة عن 8.5 % من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

2-1-6- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

وهي نوع من الأسهم الممتازة التي يمكن أن تتمتع بحق التصويت على قرارات الشركة في الجمعية العامة للمساهمين، وهي عادة تعتبر كتعويض لحملة الأسهم العادية عند انخفاظ قيمتها السوقية.

2-1-7- الأسهم الممتازة التي تمنح حق الاعتراض على قرارات الجمعية العامة -veto-[3]

ويصدر هذا النوع من الأسهم لإرضاء عدد من المساهمين الذين يرغبون في السيطرة على إدارة الشركة، وتصدر هذه الأسهم في الحالات التي يكون فيها راس المال المحلي اقل من راس المال الأجنبي في المشروعات المشتركة- التي تنشا حسب قوانين الاستثمار الخاصة بالبلد- حيث يتمكن الجانب المحلي من السيطرة على إدارة الشركة وتوجيه قرارات الجمعية العامة بما يخدم صالح البلد.

1- مروان عطون، 1993، مرجع سابق، ص: 87.

2- رسمية قرياقص، 1999، مرجع سابق، ص: 28.

3- صلاح السيد جودة، 2000، مرجع سابق، ص: 173.

2-2- حالات اعتماد الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي[1]

يقوم اتخاذ قرار الاعتماد على الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي على دراسة مقارنة، مبنية على تحديد مـــا إذا كانــت الأسهم الممتازة هي الأفضل في اعتمادها كإصدار جديد للشركة خلافا للاعتماد على الأسهم العادية أو السندات.

فـــإذا كـــان هـــامش الربح الذي يحققه المشروع الذي ستقدم الشركة على تمويله كبيرا، أو إذا كانت المبيعات والدخل المحقق منها غير ثابت ويختلف من فترة إلى أخرى، فان الاعتماد على السندات يكون أكثر مخاطـــرة على المشروع -تأثر الفائدة على السندات على ربحية الشركة- الأمر الذي يجعل الأسهم الممتازة أفضل مصادر التمويل.

وإذا أخذنا بعين الاعتبار تكلفة التمويل انطلاقا من الأنواع المختلفة للأوراق المالية، فإننا نجد انه إذا كانت أسعار الأسهم العادية في السوق منخفضة، فان التمويل عن طريق هذه الأسهم يكون ذو تكلفة مرتفعة، ومـــن ثـــم يصـــبح التمويل عن طريق الأسهم الممتازة اقل تكلفة، وبمعنى آخر فعندما تكون معدلات الفائدة منخفضة، فان تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أيضا تكون منخفضة. وعندما تكون الفائدة على السندات أيضا منخفضـــة، والقيمة السوقية للأسهم العادية الأخرى مرتفعة، يكون من الأفضل الاعتماد على الأسهم الممتازة كمصـــدر تمويلـــي، وبفضل ذلك أيضا عندما يكون الاعتماد على السندات كمصدر مالي أكثر مخاطرة على الشـــركة والمســـاهم. أما إذا نظرنا إلى هامش الربح داخل الشركة فإننا نجد انه كلما اتجه هذا الهامش نحو الارتفـــاع، واتجاهـــات الأسعار نحو الارتفاع فانه يكون من الأفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم الممـــتازة. أما من حيث نسبة المديونية فإننا نجد أيضا انه كلما اتجهت هذه النسبة نحو الانخفاض كلما كان الأفضل اللجوء إلى التمويل بالأسهم الممتازة.

وكذلك من حيث العلاقة بين الأنواع المختلفة للأوراق المالية وعوائدها المتوقعة وكذا المخاطر، فإننا نجـــد أن الســـندات الحكومية أقل أنواع الأوراق المالية من حيث المخاطر والعائد، يليها السندات المضمونة بأصـــل من أصول الشركة، ثم السندات العادية غير المضمونة، فالأسهم الممتازة. كذلك تلجئ الشركات إلى التمويل عن طريق هذا النوع من الأوراق عندما تكون مخاطر الاستثمار فيها معتبرة ولا يمكنها جذب أموال المستثمرين عن طريق الأوراق الأخرى.

---

[1]- محمد عثمان إسماعيل حميد، 1993، مرجع سابق، ص ص: 126-127.

3- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

يمكن إيجاز أهم مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة من خلال مايلي:

3-1- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

يمكن ذكر أهم مزايا التمويل بالأسهم الممتازة في مايلي:

- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة من طرف الشركة تجنبا للالتزامات الثابتة الواجبة الوفاء لحملة الأسهم الممتازة كما هو الحال لحملة السندات.
- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة ذات الدخل المحدود أفضل وسيلة تمويلية ومصدر هام لزيادة القوة الإرادية لأموال الشركة، التي بحاجة لأموال إضافية رغبة في التوسع.
- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة وسيلة تمكن الشركة من الحصول على مزايا الأسهم والسندات معا.
- يعتبر إصدار الأسهم الممتازة وسيلة تتجنب بها الشركة إصدار المزيد من الأسهم العادية، ومن ثم فرض المزيد من إجراءات الرقابة عليها.
- الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت على قرارات الشركة إلا في الحالات التي تعاني منها الشركة من مشاكل عويصة.
- السهم الممتاز يعتبر مصدر دائم للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.[1]
- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، مما يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية للشركة.
- الشركة المصدرة للأسهم الممتازة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح، وأن التوزيعات محددة بمقدار معين.
- إصدار الأسهم الممتازة قد يتضمن إعطاء الشركة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها وذلك في مقابل أن يحصل حملتها على مبلغ قد يفوق قيمتها الاسمية حسب ما هو منصوص عليه في عقد الإصدار، ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة تمكنها من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها وأحلتها بسندات ذات كوبونات منخفضة.[2]
- الأسهم الممتازة تمكن الشركة من الحصول على أرباح إضافية، خاصة عندما يتجاوز معدل الأرباح الفعلي الذي تحققه الشركة المعدل الأقصى للأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة.[3]

---

[1]- عبد النافع الزراري وغازي فرج، 2001، مرجع سابق، ص: 67.

[2]- نوراد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص: 57.

[3]- مروان عطون، 1993، مرجع سابق، ص: 88 .

- الأسهم الممتازة هي وسيلة أخرى للحصول على دخل من الأسهم، وتصدر هذه الأسهم بضمان معدل العائد الـذي يجب أن يدفع قبل أي توزيعات نقدية للأسهم العادية، مما يجعل منها الخيار الأفضل للمستثمرين الذين يسعون إلى التقليل من المخاطر.

3-2- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

يمكن تناول أهم العيوب التي تدورها الأسهم الممتازة من خلال النقاط الموالية:

- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة مرتفعة نسبيا عن تكلفة الاقتراض وذلك لكون توزيعات الشركة لهذه الأسهم بخلاف الفوائد لا تخصم من الإيرادات قبل احتساب الضرائب، وهذا ما يدل على عدم تحقيق وفرات ضريبية مـن وراء الـتمويل بهـذا النوع من الأسهم باعتبار الأرباح الموزعة من الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح العامة.[1]

- أصحاب الأسهم الممتازة يطالبون بمعدل عائد كبير لقاء تعرضهم لدرجة عالية من المخاطرة من تلك التي يـتعرض لها أصحاب السندات، ذلك لأن ليس لديهم ما يضمن حصولهم الدوري على العوائد، على عكس المقترضين، حيث نجد في حالة إفلاس الشركة وعند توزيع أموال التصفية فان أصحاب هذه الأسهم يأتون في المركز الثاني بعد أصحاب السندات.

المطلب الثاني: أنواع أخرى من الأوراق المالية الهجينة

بعد ما تم التعرف على النوع الأول من الأوراق المالية الهجينة، يبقى هناك العديد من الأوراق المالية أخرى هجينة، يمكن تناول البعض منها من خلال الأوراق الآتية:

1- سندات المساهمة

وهي سندات تصدر من قبل شركات المساهمة الخاصة، والمؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي وحـتى المؤسسـات المالية لأغراض مختلفة -تمويل الصادرات و الواردات، الاستثمار في ميدان الإسكان، تمويـل الشـركات مثل ما هو الحال بالنسبة لبعض الشركات الجزائرية-. وتختلف هذه السندات في بعض جزئياتها من بلد إلي آخر، فنرى أن حاملها في الولايات المتحدة الأمريكية يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصـل الذي يسدد في آخر الفترة -عند الاستحقاق-منقوص منه بعض المصاريف، أما في فرنسا يتحصل صـاحبها على عائد ولا يوجد لها تاريخ استحقاق أي تصنف ضمن الديون الأبدية. وقد قلد في ذلك المشرع

[1]- محمد عثمان إسماعيل حميد، 1993، مرجع سابق، ص: 160.

الجزائـــري نظـــيره الفرنسي عند وضع خصائص هذا النوع من الأوراق المالية، فجعلها غير قابلة للتسديد ويستفيد حاملها من عوائد جزء منها ثابت والأخر متغير.[1]

ونشير هنا أيضا إلى وجود نوع قريب من هذه السندات تعرف بسندات المشاركة، وهي سندات يتم إصدارها عموما من طرف مؤسسات لا تهدف إلى تحقيق أرباح مثل الجمعيات الحزبية والهيئات ذات الطابع العلمي والثقافي و يلاحظ أن عوائد هذه السندات ممثلة لسابقاتها لكن بفوائد اقل.[2]

2- السندات بقسمات الاكتتاب في الأسهم[3]

وهـــي أوراق تمكـــن حاملهـــا من حق الاكتتاب في الشركة بتسليمه قسيمة من تلك القسمات التابعة لسنداته، تؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا.

ويمكـــن فصـــل تلك القسمات عن السندات وبيعها في البورصة شانها في ذلك شان الأوراق المالية الأخرى، بالإضافة إلى ذلك يحتفظ حامل السندات بقسمات الاكتتاب في الأسهم بحقه كحامل للسندات المعنية.

وانطلاقـــا مـــن ذلك يمكن لحاملها أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين للشركة أي من ملاكهـــا، بالإضـــافة إلى كونه دائن بالنسبة للشركة، وعليه فان الغرض من التمويل بإصدارها هو الاستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة عن طريق اكتتاب حملتها في الأسهم.

فسعر هذه القسمات يتوقف إلى حد كبير على أسعار الأسهم ما دامت هي سبب للاكتتاب في أسهم الشركة.

3- شهادات الاستثمار

وتشبه هذه الأوراق المالية الأسهم العادية من حيث القيمة الاسمية، حيث يتمتع حاملها بجميع حقوق حملـــة الأســـهم، كـــالحق في التوزيعات، اقتسام ممتلكات الشركة في حالة التصفية، الإطلاع على وضعية الشركة، غير انه لا يتمتع بحق التصويت شانه في ذلك شان حملة السندات.

ومـــن ثـــم يمكن القول بان شهادات الاستثمار هي عبارة عن جزء من السهم، والذي يتمثل جزءه الأخـــر فـــي شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الاستثمار امتلاكها وهي من حقوق حملة الأسهم العادية.

1- محفوظ جبار، الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص: 81-82.

2- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 35.

3- محفوظ جبار، 2002، مرجع سابق: الأوراق المالية، ص ص: 84-85.

ويقـــوم بإصـــدار هذه الشهادات كل من شركات القطاع العام أو الخاص بهدف توفير مصادر تمويل دون التخلـــي عن حق السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى، الذين يتمتعون بحق إدارة ومراقبة الشركة على النحو الذي كانت عليه قبل إصدارها.[1]

وتـــتداول شـــهادات الاستثمار في البورصة شأنها شأن باقي الأوراق المالية، ويتمتع حملتها بأولوية الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة المعنية.[2]

بالإضافة إلى ذلك فانه في حالة ما وزعت الشركة أسهم مجانا على حملة الأسهم العادية، فانه يتوجب عليها إصدار شهادات استثمار جديدة وتوزعها مجانا على حملة شهادات الاستثمار تناسبا كل حسب حصته، ولا يمكـــن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الاستثمار، حيث أن الجمع بين هذين الشهادتين يمثل سهما كاملا.

[1]– محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 35.

[2]– محفوظ جبار، 2002، مرجع سابق: الأوراق المالية، ص ص: 86-87.

خاتمة الفصل الأول

تناول هذا الفصل الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي تنقسم إلى أنواع عدة، تم تقسيمها إلى ثلاث أصناف وهي السندات، الأسهم والأوراق المالية الهجينة.

السندات تعتبر أداة دين يقرض المستثمر بموجبها شركة أو حكومة مبلغا من المال مقابل فوائد دورية، وتلتزم الجهة المقرضة بسداد أصل المبلغ المقترض في تاريخ محدد في المستقبل أو غير محدد، فهذه الأوراق لا يحق لحملتها التصويت في اجتماعات الجمعية العامة للشركة أو الحصول على أرباح، ولكن يتمتعوا في المقابل بحق الحصول على فوائد دورية ثابتة في العادة على مدار فترة زمنية معينة، وليس لها علاقة بأداء الشركة المصدرة لها إلا في حالة التخلف على الدفع، وتتعرض هذه السندات إلى جملة من المخاطر منها مخاطر عدم السداد أو مخاطر السيولة أو مشبها ذلك، الشيء الذي يؤثر على قيمتها وعلى قدرات الاستثمار فيها. وتنقسم السندات إلى نوعين: سندات عامة وتصدر من هيئات عامة وسندات خاصة تصدر من هيئات خاصة.

أما الأسهم فهي عبارة عن صكوك يحصل حاملها بموجبها على حصة معينة في شركة من الشركات، ويمنح لحاملها أيضا جملة من الحقوق منها حق التصويت بالنسبة للقرارات الرئيسية للشركة وحق الحصول على جزء من الأرباح في صورة توزيعات. وتنقسم هذه الأسهم إلى أنواع عدة تختلف حسب الغرض المنتهج في التقسيم، فحسب الشكل نجد الأسهم لحاملها والأسهم الاسمية والأسهم الإذنية، وحسب حصة المساهمة نجد الأسهم النقدية والأسهم العينية والأسهم المختلطة. وقد ظهرت أصناف جديدة من الأسهم تندرج ضمن الأنواع المستحدثة، ونجد منها الأسهم العادية لأقسام الإنتاج والأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة والأسهم الخاصة.

أما الصنف الثالث من الأوراق المالية يدرج ضمن الأوراق المالية التي تحمل صفة السندات وصفة الأسهم معا، وتسمى بالأوراق المالية الهجينة ونجد منها الأسهم الممتازة والتي تنقسم إلى أنواع عدة، وسندات المساهمة وسندات الاستثمار والسندات ذات قسيمة الاكتتاب في أسهم.

الفصل الثاني

سوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد أهم الركائز المساعدة عل تحقيق النمو الاقتصادي. فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، ومن خلال هذه السوق يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات و طرق خاصة للتعامل. وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

وللتعرف على سوق الأوراق المالية أكثر سيتم تفصيلها في هذا الفصل من خلال المباحث الموالية:

- سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالية؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالية

لقـد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكـبر حجمها. وقبل أن التكلم عن هذه السوق يرتئ من خلال هذا المبحث التعريج على السوق التي انبثقت مـنها، وهي السوق المالية ثم نذهب بعد ذلك إلى التعرف على مختلف أقسام سوق الأوراق المالية، ومختلف الخصائص والشروط المتعلقة بنشأتها ونجاحها، وذلك من خلال المطالب الموالية:

- ماهية السوق المالية؛
- أقسام سوق الأوراق المالية؛
- خصائص ودور سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية

يمكن تناول السوق المالية من خلال النقاط الموالية:

- تعريف السوق المالية؛
- متطلبات قيام السوق المالية؛
- أقسام السوق المالية.

1- تعريف السوق المالية

لقد وردت العديد من التعارف للأسواق المالية، يمكن ذكر البعض منها من خلال مايلي:

التعريف الأول يرى بان السوق المالية هي:" مكان التقاء عرض الأموال –مدخرين- بالطلب عليها –مستثمرين-، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة راس المال"[1].

أمـا الـتعريف الثاني فيرى بان السوق المالية وسيلة جمع المدخرات بكافة أشكالها وأجالها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر[2].

بيـنما التعريف الثالث فيرى السوق المالية على أنها: سوق معتمدة لتخصيص الادخار بشكل كفء، وتوزيعه بين المستخدمين النهائيين[1].

---

[1]- صلاح السيد جودة، 2000، مرجع سابق، ص: 20.

[2]- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 187.

أما تعريف آخر فيرى بأن السوق المالية: "مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها، وذلك بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الأخر، وفق شروط محكمة مسبقا.....والهدف الأسمى من هذه العملية هو المساهمة في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية"[2].

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف السوق المالية على أنها عبارة عن فضاء واسع يلتقي فيه طالبوا رؤوس الأموال -أصحاب العجز- بعرضها -أصحاب الفوائض-، في إطار ما يعرف بعملية إعادة استثمار المدخرات بشكل يساهم في صناعة رؤوس الأموال وتمويل الدورة الاقتصادية.

2- متطلبات قيام السوق المالية

هناك العديد من المتطلبات الواجب توفيرها لقيام سوق أوراق مالية تتمشى مع الدور المنوط بها، وهو جمع الادخار وتوجيهها للاستثمار، ومن هذه المتطلبات نجد:[3]

- ضرورة توفر فلسفة اقتصادية واضحة تؤمن بأهمية دور جميع القطاعات -بما فيها القطاع الخاص- في عملية التنمية وتنشيط الدورة الاقتصادية.
- توفر عرض كافي من المدخرات المعروضة للاستثمار، وبالمقابل توفر طلب تجاري كافي على هذه المدخرات، الذي يرتبط بمدى اتساع الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني، وقدرتها على توفير مجالات استثمارية مربحة.
- توفر مؤسسات مصرفية فعالة، وقادرة على أداء دورها في عدة مجالات من أهمها تعبئة الادخار، وتوليد الفرص الاستثمارية.
- توفير إطار تشريعي وتنظيمي مؤسسي قادر على توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وعلى تسهيل المعاملات.

3- أقسام السوق المالية

تنقسم السوق المالية تبعا لمعيار أجال استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها إلى سوقين رئيسين هما:

3-1- السوق النقدية

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

1- J-C. Van horne, Principes de gestion financière, Economica, paris, 6ème édition, p: 44.

2- د. محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتورة الدولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص: 42.

3- مأمون إبراهيم السيد، "أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها"، سلسلة الدرسات الاستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1988، ص: 9.

3-1-1- تعريف السوق النقدية

لقد وردت العديد من تعاريف الأسواق النقدية، فهناك من يعرفها بأنها: "سوق تداول الأصول المالية القابلـة للتفاوض لفترة قصيرة الأجل، وتكون هذه السوق أقل مخاطرة، والتعامل فيها يبنى وفق قاعدة السعر والمخاطرة"[1].

وهـناك مـن يعطـيها تعريفا أكثر شمولا من خلال أنها: "الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصـدار وتـداول رؤوس الأمـوال قصـيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته -فوائضه- عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما"[2].

فمن خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز اجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالـية أو تجاريـة قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى.

3-1-2- مكونات السوق النقدية

تخـتلف مكونـات السـوق النقدية باختلاف البلدان والأنظمة الاقتصادية السائدة فيها، ففي الولايات المـتحدة الأمريكـية نجد هذه السوق تتكون من سوق القرض وسوق الإقراض قصير الأجل، أما في فرنسا فتـتكون مـن سوق ما بين البنوك وسوق القيم المدينة المتداولة، لذلك سوف ننتهج التقسيم السائد في النظام الفرنسي ربما لاعتباره التقسيم الأقرب للتقسيم السائد في بلدنا.

3-1-2-1- سوق ما بين البنوك[3]

وهـي سـوق مخصصـة لعمليات ما بين البنوك والهيئات المالية الأخرى، تسير فيها الذمم المالية القصيرة الأجل من يوم إلى آخر، أو من يوم إلى بضعة أشهر، فيتم في هذه السوق عملية الاقتراض وتسيير السـلفات في ما بين البنوك -بنوك صاحبة العجز وأخرى صاحبة الفوائض- دون تدخل البنك المركزي، إلا عـند حـدوث اخـتلالات من أجل إعادة التوازن بوسائل معينة منها تعديل المعادلات وفق سياسة الأسواق المفتوحة[4].

1- J-C. Van horne, Op-cit, p: 63.

2- عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996، ص: 100.

3- P. Navette, Instruments et marchés financiers, Editions management, Paris, 1992, p: 14.

4- تتم سياسة الأسواق المفتوحة عن طريق تدخل البنك المركزي انطلاقا من قيامه بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة، حسب الحاجة وما تتطلبه عملية القضاء على التضخم أو القضاء على الانكماش لغرض المحافظة على الاستقرار النقدي.

3-1-2-2- سوق القيم المدينة المتداولة[1]

وهي سوق مفتوحة لكافة الأعوان الاقتصاديين المؤهلين للتعامل وفق شروط وضمانات مطلوبة، ويتم فيها تداول شهادات الإيداع أذونات الخزينة سندات المؤسسات وكذلك سندات الخزينة العمومية.

3-1-3- أهمية الأسواق النقدية

يمكن تلخيص أهمية الأوراق النقدية من خلال النقاط الموالية:[2]

- تامين السيولة النقدية وتوجيهها نحو القطاعات العجزة من مؤسسات أفراد وبنوك أو هيئات مالية أخرى...الخ.

- تخفيض درجة المخاطرة النقدية، التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

- تدنية درجة مخاطر الدين ذاته، وذلك باعتبار الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد والتي تصدرها المؤسسات تتسم بملاءمة مالية عالية وذات مراكز ائتمانية جيدة.

3-2- سوق رأس المال

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

3-2-1- تعريف سوق راس المال

يمكن تعريف سوق راس المال بأنها: "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية طويلة الأجل -مثل الأسهم والسندات- والقروض العقارية، وازدادت أهمية هذه السوق في السنوات الأخيرة لما تسهم به في عملية التنمية"[3].

كما يمكن أن تعريفها أيضا بأنها: السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل، سواء كانت هده الأصول تمثل سند ملكية كالأسهم أو سند مديونية كالسندات، وهذه الأصول تمثل عقود تصدر عن شركات الأعمال أو الحكومات[4].

وتعرف أيضا بأنها تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال لمدة تزيد عن سنة، سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية.

3-2-2- أقسام سوق رأس المال

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيتين:

---

[1]- محفوظ جبار، أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 69.

[2]- حسن علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، دار زهوان، عمان، 1998، ص: 40.

[3]- أنطوان الناشف وخليل الهندي، 2000، مرجع سابق، ص: 31.

[4]- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري ، قسنطينة، 2002، ص: 73.

3-2-2-1- سوق الاقتراض طويلة الأجل[1]

سوق الاقتراض طويلة الأجل هي تلك السوق التي يتعامل فيها بكافة القروض الطويلة الأجل – قروض عقارية والقروض الاستهلاكية وقروض البنوك التجارية والقروض الزراعية وقروض التنمية الأخرى–، والمؤسسات التي تعمل في هذه الأسواق هي المؤسسات الوساطة المالية وعلى رأسها البنوك التجارية.

3-2-2-2- سوق الأوراق المالية

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات"[2].

كما يمكن اعتبارها أيضا بأنها "المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق وفقا لقواعد خاصة بكل سوق"[3].

ويقصد بها أيضا: تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا قواعد خاصة بكل سوق وبكل بلد، على الرغم من تشابه المبادئ العامة[4].

فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيع وشراء على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسة التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من مؤسسات وقطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين فرعيتين متكاملتين فيما بينهما، يمكن التميز بينها على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات، وهاذين السوقين هما:

- السوق الأولية؛
- السوق الثانوية.

1- عبد النافع الزراري وغازي فرج،2001، مرجع سابق، ص: 44.

2- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 2.

3- محفوظ جبار، 2002، مرجع سابق: أسواق الأوراق المالية، ص: 88.

4- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص: 74.

1- السوق الأولية

يمكن تناول هذه السوق من خلال ما يلي:

1-1- تعريف السوق الأولية

يمكــن تعريف السوق الأولية بأنها السوق: "التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبيــن المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل"[1].

وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار أي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، فهي أداة يمكن من خلالها لكل مستثمر -سواء كان يريد أن يصبح مساهما أو مقرضا-، تحويل سيولة ذات الدرجة الأولى إلى نوع جديد من السيولة وهي السيولة ذات الدرجة الثانية أو المجمدة -أسهم وسندات-، يمكن من خلالها تحقيق عائد.

فــي غالــب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أوبنك الاستثمار مثل مارلنش "Merril Lynch" وإخوان سالومون "Brothers Salamon" ومؤسســة بوســطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث تضطلع بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيت للإصدار والسعر والكمية.[2]

1-2- العروض المقدمة في السوق الأولية

هــناك ثــلاث أنــواع من العروض تقدمها المؤسسات النشطة على مستوى السوق الأولية للشركات المصدرة للأوراق المالية أو الطالبة للأموال، وهي:[3]

1-2-1- عرض الاكتتاب الكامل

في هذا العرض تلتزم الهيئات المالية -بنك رائد أو بنوك مشاركة-، بتولي عملية عرض الإصدارات الأولية، وذلك بضمان توفير مبلغ الأوراق المالية المصدرة للشركة بالكامل، مهما كانت نتائج عملية التسويق أو درجة استجابة السوق لعرض هذه الأوراق.

1-2-2- عرض بذل أقصى جهد

فــي هــذا العرض تلتزم الهيأة المالية ببذل أقصى جهدها لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، لكنها في النهاية لا تقدم للشركة المصدرة للأوراق المالية إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية.

1- مصطفى رشيد شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996، ص: 510.

2- منير إبراهيم هندي ، 1999، مرجع سابق: أساسيات في الاستثمار في الأوراق المالية، ص ص: 67-68.

3- عبد المنعم محمد مبارك ومحمود يونس، 1996، مرجع سابق، ص: 108.

1-2-3- العروض المزدوجة

وفيها تلتزم الهيأت المالية التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين أو نسبة معينة من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

2- السوق الثانوية

وهي تلك السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، مما يساعد على اتساع السوق وزيادة سيولتها، ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:[1]

2-1- السوق المنظمة

وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

2-1-1- السوق المنظمة المركزية

ويقصد بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك للأسهم.

2-1-2- السوق المنظمة المحلية

ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

2-2- السوق الغير منظمة

السوق الغير منظمة سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة– نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول–، فهذه السوق في اغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة.

ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.

1– J-C. Van horne, Op-cit, p: 55.

ويلاحظ أيضا على هذه السوق بأنها عالية الأوتوماتيكية، فقد قام الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية NASD في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة اتصالات على المستوى القومي، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام، ويطلق على هذه الشبكة اسم NASDAQ.[1]

2-3- السوق الثالثة

هذه السوق شبيهة بالسوق الثانوية غير المنظمة من حيث العمليات التي تتم خارج البورصة، وتتم فيها عمليات تداول الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة خارج قاعات التداول الرسمية -عادة مكاتب الوسطاء أو أماكن أخرى-، وتسبب في نشأة وانتشار هذه السوق ساعات العمل المحدودة للسوق المنظمة.

فالمتعامل في هذه السوق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، كما نجد من حق أعضاء بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة التعامل في هذه السوق بالأوراق المالية المسجلة في البورصة، في الوقت الذي لا يحق لأعضاء السوق المنظمة التعامل أو عقد صفقات خارج البورصة على الأوراق المالية المسجلة بها.[2]

2-4- السوق الرابعة

وتســـمى أيضـــا بسوق الوضع الخاص أو السوق المباشرة وظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكـــية كنتيجة لتطور شبكات الاتصالات، فهي تشبه إلى حد كبير السوق الثالث من حيث الصفقات التي تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل فيها يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء بواسطة شبكات الاتصال المتطورة دون الحاجة إلى وسيط.[3]

المطلب الثالث: خصائص ودور سوق الأوراق المالية وشروط إنشائها

من خلال هذا المطلب سوف يتم تتناول النقاط الموالية:

- شروط إنشاء سوق الأوراق المالية؛
- خصائص سوق الأوراق المالية؛
- دور سوق الأوراق المالية.

1- محمد الصالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية:البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 56.

2- رسمية قرياقص، 1999، مرجع سابق، ص: 55.

3- نفس المرجع، ص: 56.

1- شروط إنشاء سوق الأوراق المالية

لا يمكـن إنشـاء سوق للأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بإصدار قرارات وتشريعات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية من بينها:[1]

- وضـوح الفلسـفة الاقتصـادية التي تحدد لرأس المال دوره، وزيادة القدرة على تجمع المدخرات لاسيما الخاصة منها وتوظيفها توظيفا مربحا.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في مقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
- وجـود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول.
- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية.
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة، مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين.
- توفـر مـناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة.
- وجـود مؤسسـات مالـية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية.
- تـنويع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان توسع السوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة.
- وضـع روابـط قانونـية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق والتي تهدد الاقتصادي المالي للبلاد، وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عامل من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

أما بخصوص شروط نجاح سوق الأوراق المالية فيمكن تلخيصها في النقاط الموالية:[2]

- خلـق جـو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية المتداولة في السوق بوضع الروابط والمكنزمات اللازمة لضمان سلامة وحماية المستثمرين.

1- حسن وفاء محمد عبد الباسط، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص: 15.

2- محمد عثمان إسماعيل حميد، 1993، مرجع سابق، ص: 89.

3- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

3-1- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد[1]

من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين هي الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الإنفاق، وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات ، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

3-2- سوق الأوراق المالية أداة تقييم حالة الاقتصاد

تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير إتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف بقاع العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثمّ على السوق ونشاطها بشكل عام.

بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصرا مفسرا للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفصلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار، والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل.

3-3- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

[1]- F. Teulon, 1997, Op-cit, p: 42.

كمـــا تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسيل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يـــتم فيه التعامل من خلال البيع والشراء مما يتيح لمستثمري مدخراتهم أو فوائضهم بصفة عامه من استعادة أموالهم عند الحاجة إليهما.[1]

4-4- سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر

يمكـــن الـــنظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالـــية، بالاعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعنـــي أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسبا.

كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.

1- Idem, p: 43.

المبحث الثاني: تنظيم سوق الأوراق المالية

بعدما تم التعرف على كل من السوق المالية ومختلف فروعها، وكذا سوق الأوراق المالية باعتبارها بيت القصيد في دراستنا وفرع من فروع السوق المالية، نأتي الآن إلى تسليط الضوء أكثر على هذه السوق من حيث التنظيم ومختلف الأركان والعمليات التي تتم فيها.

ومحاولة للإحاطة بهذه الأساسيات والتماشي مع الضرورة البحثية، فانه تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب الموالية:

- أركان سوق الأوراق المالية؛
- طرق التعامل في سوق الأوراق المالية؛
- الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: أركان سوق الأوراق المالية

يتكون سوق الأوراق المالية من ثلاث أركان رئيسية، وهي:

- فئة المقرضين أو المستثمرين؛
- فئة المصدرين أو المقترضين؛
- فئة الوسطاء.

1- فئة المقرضين أو المستثمرين

وهم أصحاب الفوائض المالية، الذين تزيد مداخلهم عن نفقاتهم، مما يجعل منهم مصدر مهما من مصادر الأموال المستثمرة في سوق الأوراق المالية، ويمكن تصنيف أصحاب هذه الفوائض إلى:

1-1- العائلات

تمثل صغار المدخرين والمستثمرين، ويعتبرون من أكبر المتعاملين في الأوراق المالية في السوق، وذلك نظرا للكم الهائل الذي يملكونه من السيولة.

فقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التنظيمات والتشريعات إلى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذا حمايتهم من السرقة ولتدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل خاصة في السوق المنظمة -البورصة-، ومن بين هده الشروط نجد:[1]

---

[1] - محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص: 134.

- تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار.
- تنظيم مهمة الوساطة وحمايتها من التلاعبات و الغش.
- الرقابة على الأسعار ومنع التلاعب بالمعلومات.

1-2- المستثمرون التأسيسيون

يعبر المستثمرون التأسيسيون عن الهيئات المالية الملزمة انطلاق من قوانينها الأساسية بجمع الموارد الادخارية، وتوظيف جزء هام منها في شكل قيم منقولة.[1]

ويعتـــبر هؤلاء المستثمرون من أكبر عارضي السيولة في سوق الأوراق المالية، ولهم دور كبير في تحسين سيرها وأدائها. كما يمكن لهؤلاء المستثمرون التدخل في السوق بصفة مباشر كتجار للأوراق المالية أو تجار صالة[2] أو بصفة غير مباشر عن طريق الوسطاء.

فحســـب الـــنظام المعمول به في فرنسا يمكن تقسيم هؤلاء المستثمرون التأسيسيون إلى ثلاث فئات، وهي:[3]

1-2-1- هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية

وهي عبارة عن هيئات مالية تعرف باسم شركات الاستثمار، تحصل على الأموال من عدد كبير من المســـتثمرين عـــن طريق بيعهم حصص في شكل أسهم، ويتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محـــترفة، حيث يمكن لكبار وصغار المستثمرين المشاركة في صناديق هذه الهيئات، ومن بين الأهداف التي تسعى إليها مساعدة صغار المستثمرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة متنوعة تنوعا واسعا، تدار من طرف خبراء ذو كفاءة عالية في شؤون الاستثمار المالي.[4]

كمـــا يمكن أيضا لهذه الهيئات تكون صناديق جماعية للتوظيف تكون ملكية أوراقها مشتركة، ويتم تسييرها من طرف هيئات مالية متخصصة.

1-2-2- هيئات التقاعد[5]

وهي عبارة عن هيئات تتمثل وضيفتها في اقتطاع جزء من مداخيل -أجور و رواتب- العمال قصد توظيفها في سوق الأوراق المالية، وتحقيق عوائد انطلاقا منها لتعاد لهم بمجرد انتقالهم إلى مرحلة التقاعد.

1- نفس المرجع، ص: 134.

2- تجار الأوراق المالية أو تجار الصالة هم تجار يشترون الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

3- P. Lamy, Les bours des valeurs, Economica, Paris, 1995, p: 34.

4- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 325.

5- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص: 135.

1-3-2- شركات التأمين

وهي هيئات تعمل كوسيط يقبل الأموال المتمثلة في الأقساط التي يقدمها المؤمنون مجمعة بذلك سيولة كبيرة، لتعيد استثمارها نيابة عنهم في سوق الأوراق المالية، بغية تحقيق عوائد شأنها في ذلك شأن شركات الاستثمار وهيئات التقاعد، لتعيد المبالغ المؤمن عليها للمؤمنين في حالة وقوع الخطر انطلاقا من تلك العوائد.

1-3- المتعاملون الآخرون

يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من المستثمرون الآخرون الذين بإمكانهم التدخل على مستوى سوق الأوراق المالية، وهم:[1]

- الجمعيات ذات الطابع غير ربحي، التي تسعى إلى توظيف السيولة التي تجمعها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد تساعدها على توسيع أنشطها.
- المؤسسات التجارية والصناعية والخدماتية، التي تتدخل في سوق الأوراق المالية من أجل تسوية أسعار أوراقها، بالإضافة إلى توظيف السيولة الفائضة لديها بغية تحقيق عوائد ونمو.
- البنوك التي تتدخل في سوق الأوراق المالية لحسابها الخاص، أو لحساب الغير.

2- فئة المصدرين أو المقترضين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال -أصحاب العجز المالي-، حيث تقوم هذه الفئة من أجل الحصول على الأموال المطلوبة لسد عجزها بمجموعة من الإصدارات للأوراق المالية القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيم هذه الإصدارات إلى:[2]

2-1- إصدارات خاصة وإصدارات حكومية

ففي حالة كون الأوراق المالية صادرة عن الشركات أو المؤسسات الخاصة نسميها إصدارات خاصة، أما في حالة كون الحكومة هي التي قامت بإصدار الأوراق المالية فتسمى إصدارات حكومية.

2-2- إصدارات أولية وإصدارات موسمية

ونقصد بالإصدارات الأولية الإصدارات التي تتم عند التأسيس، أما الإصدارات التي تلي الإصدارات الأولية بغرض زيادة رأس المال أو التوسع فتسمى بالإصدارات الموسمية.

1- نفس المرجع، ص ص: 138-139.

2- حسن علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة، 1998، مرجع سابق، ص ص: 26-29.

2-3- إصدارات مسجلة وإصدارات لحاملها

الإصـــدارات المسجلة وهي إصدارات لأوراق مالية تحمل اسم صاحبها لا يستخدمها سوى الشخص المدون اسمه عليها، أما الإصدارات لحاملها فهي إصدارات لأوراق مالية لا تحمل اسم صاحبها ولكن تحمل عبارة لحاملها، ويستطيع أي شخص يحملها استعمالها.

2-4- الإصدارات المحلية والإصدارات الأجنبية

إذا تــم الإصـــدار ضمن حدود الدولة يطلق عليه إصدار محلي، أما إذا تجاوز هذا الإصدار الحدود الدولية فيطلق عليه إصدار أجنبي أو دولي.

3- فئة الوسطاء

وهـــي فئة تقوم بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين -المقرضين- وفئة المصدرين للأوراق المالية -المقترضين-، وفي العادة يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي يقوم بمجموعة من الوظائف، أهمها:[1]

- أعمال السمسرة وصناعة الأسواق.
- التعهد بتغطية الإصدارات.
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.
- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر، وتوفير السيولة له.

وتظم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات، وهي:[2]

3-1- السماسرة

سماســـرة الأوراق المالـــية هـــم أشخاص تتوفر فيهم شروط معينة، ويقومون بتنفيذ أوامر عملائهم، ويمكن تصنيف هؤلاء السماسرة وفقا لتصنيف البورصات الأمريكية إلى صنفان:[3]

3-1-1- السمسار بالعمولة

السمسار في هذه الحالة هو وكيل ينوب عن العملاء الذين يفوضون في عمليات البيع والشراء مقابل عمولة يتقاضها، كانت هذه العمولة تحدد في السابق بسلم رسمي ولكن بعد تعديلات Mayday[4] في الولايات المتحدة الأمريكية أصبح يتفاوض عليها.

1- نفس المرجع، ص: 29.

2- محمد السويلم، 2000، مرجع سابق، ص: 46.

3- محمد صبري هرون، 1999، مرجع سابق، ص ص: 56-57.

4- May day: هي تعديلات بورصية صدرات في الولايات المتحدة الأمريكية في ماي 1975.

3-1-2- السمسار الموكل من قبل الوكيل

يـرجع أصـل هذه التسمية قبل 1919 حيث كان السمسار يفوض من قبل سمسار آخر لتنفيذ أوامر عملائـه مقابل عمولة، في الحالة التي يكون فيها السمسار الأصلي لديه ضغوط عمل كبيرة، لذا يطلق على هذا النوع من السماسرة في بعض الأحيان سماسرة السماسرة.

3-2- المندوبون الرئيسيين[1]

وهـو مستخدم يعمل بأجر من قبل سمسار مكلف بمعاونته في تنفيذ أوامر البيع والشراء في السوق، ولا يجوز له أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ويعمل لحسابه وتحت مسئوليته.

3-3- الوسيط

هـو أداة اتصـال بين العميل والسمسار، إذ يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار التابع له، في غالب الأحيان له حصة لا تتجاوز نصف مبلغ عمولة السمسرة.

المطلب الثاني: طرق التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقا من مجموعة أوامر وأسعار، لذلك سوف يتم في هذا المطلب تناول النقاط الموالية:

- أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية؛
- أوامر سوق الأوراق المالية؛
- أسعار سوق الأوراق المالية.

1- أنواع العمليات في سوق الأوراق المالية

يمكـن تقسـيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها، كما يلي:

1-1- العمليات العاجلة[2]

وتـتعلق العملـيات العاجلة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جدا، فـيجري دفـع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فورا أو خلال فترة وجيزة جدا، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية. كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الاعتبارات، أهمها:

---

[1]- شمعون شمعون، بدون سنة نشر، مرجع سابق، ص: 37.

[2]- عبد الباسط وفاء محمد حسن، 1996، مرجع سابق، ص ص: 31- 32.

- ملائمـــة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعدها على النشاط في السوق الفورية.
- نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين -عدم توفر الأموال اللازمة-.

كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر الموالية:[1]

- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها.
- كمية الأوراق المالية المطلوبة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

1-2- العمليات الآجلة

وتتعلق العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية "jour de liquidation".

وتتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين المواليين:

1-2-1- العمليات الآجلة الباتة أو القطعية

العمليات الآجلـــة الـــباتة وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة -بائع أو مشتري- بضرورة تنفيذ عقداهما حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.

1-2-2- العمليات الآجلة الشرطية

وهـــي عـــبارة عـــن عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختياريا.

يمكن تقسيم هذه العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع وهي:

1-2-2-1- العماليات الآجلة بشرط التعويض[2]

وهـــي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مبلغه مسبقا، ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

1-2-2-2- العمليات الآجلة بشرط الزيادة[3]

وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار -بيع أو شراء-.

---

[1]- شمعون شمعون، بدون سنة نشر، مرجع سابق، ص: 53.

[2]- نفس المرجع، ص: 58.

[3]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص: 154.

1-2-2-3- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء[1]

وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

1-2-2-4-المرابحة والوضعية[2]

كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشترين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المربحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار، لذلك فان طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما:

1-2-2-4-1- المرابحة

وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشترين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المرابحة.

1-2-2-4-2- الوضعية

وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المشترين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.

2- أوامر سوق الأوراق المالية

وهي الأوامر التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء بغرض تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية مملوكة أو غير مملوكة سواء كانت بكميات كسرية أي جزء من وحدة التعامل -وحدة التعامل مساوية ل100 مثلا- أو غير كسرية مساوية لوحدة التعامل أو مضاعفاتها.[3]

كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث:[4]

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.
- كمية الأوراق موضوع الصفقة.
- السعر المطلوب موضوع الصفقة.
- ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

---

[1]- شمعون شمعون، بدون سنة نشر، مرجع سابق، ص: 60.

[2]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص: 155.

[3]- صلاح السيد جودة، 2000، مرجع سابق، ص ص: 41-43.

[4]- محمد صبري هرون، 1999، مرجع سابق، ص: 64.

فالوسيط مسؤول مسؤولية تامة على تنفيذ الأمر لذلك يطلب من زبونه أو موكله ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، وتكون هذه الضمانات أوراق مالية في حالة البيع أو مبالغ في حالة الشراء.

وبصفة عامة يمكن تصنيف الأوامر التي تصدر عن المتعامل للوسيط إلى:[1]

2-1- الأمر بالسعر الأحسن

في هذا الأمر لا يحدد المتعامل السعر الذي يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر المناسب إلى السمسار، وذلك انطلاقا من أقصى وأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق.

2-2- الأمر بالسعر المحدد

وفيه يحدد المتعامل للوسيط حدا معينا للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأعلى الذي يشتري به والسعر الأدنى الذي يبيع به.

2-3- الأمر بالسعر المحدد مع التوقف

وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه ويسمى أمر التوقف عن الخسارة، وكذا الشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه ويسمى أمر التوقف عن الربح.

2-4- الأمر الفوري

وهو أمر يجب على السمسار تنفيذه على الفور وإلا اعتبر لاغيا.

2-5- الأمر الحر أو المطلق

بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسمسار في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يراها محققة لمصلحة المستثمر، من حيث النوع أو السعر أو الوقت المناسب.

2-6- الأمر المحدد بالزمن

ويكون لهذا الأمر حد معين من حيث فترات معينة، تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة من المتعامل بسعر محدد سواء كانت بيعا أو شراء.

2-7- شرط الكل أو لا شيء

بموجب هذا الأمر يشترط المتعامل من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في المبادلة.

2-8- الأمر بالسعر الأول

ويتم بموجبه تنفيذ الأمر بأول سعر بعد تبليغ الوسيط بالأمر.

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 67-72.

3- أسعار سوق الأوراق المالية

تتحدد أسعار الأوراق المالية في السوق وفق مجموعة تقنيات، الهدف منها تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط السوق، ويمكن التمييز بين أنواع عدة من تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية، أهمها:[1]

3-1- تسعيرة المناداة

تصلح هذه الطريقة لتطبق على الأوامر الآجلة وأهم الأوراق ذات الأوامر العاجلة، وتتم باجتماع ممثلي جميع العروض الطلابيات في مكان خاص بالسوق المنظمة - مقصورة البورصة-، وينادون بأعلى أصواتهم أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع، ويرفقون نداءاتهم الشفهية بإشارة من اليد، وذلك بوضع الساعد أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء، وعموديا في حالة البيع، وذلك حتى يتم التوازن المطلوب.

فإذا اتفق وسيطان على سعر همس كل منهما في أذن وسيطه الثالث لأخباره بنية كل منهما بائعا أو مشتريا، فإذا كان احدهما بائعا والآخر مشتريا تمت الصفقة فيما بينهما.

3-2- تسعيرة الصندوق

وتتم عندما تكون عروض البيع وطلابيات الشراء كثيرة ومتعددة، إذ يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ثم تعمد لجنة السوق إلى حساب العروض ثم الطلابيات، ومن ثم تحديد أسعار الأوراق المالية.

3-3- تسعيرة المعارضة

وتقوم هذه الطريقة على تدوين في سجل خاص عروض البيع وطلابيات الشراء لكل ورقة مالية، ثم حساب مجموع هذه التسجيلات لمعرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراءه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.[2]

3-4- تسعيرة المطابقة

يتم العمل بهذه التسعيرة عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية، ويأمر الأخر بشراء نفس الكمية من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق. ويجب عليه أن يتأكد بواسطة أحد أعضاء نقابة السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملاءمة.

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 73-75.

[2]- شمعون شمعون، بدون سنة نشر، مرجع سابق، ص ص: 45-46.

المطلب الثالث: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية

تنظم سوق الأوراق المالية هيئات عدة تختلف من دولة إلى أخرى، وعموما تتمثل هذه الهيئات فيمايلي:

- هيئات إدارية؛
- هيئات مهنية؛
- هيئات نقدية وبنكية.

1-هيئات إدارية

تتكون الهيئات الإدارية من:

1-1- مديرية الخزينة[1]

وهي عبارة عن هيئة إدارية تابعة في العادة لوزارة المالية، وتمثل الدولة في مجموع الأنشطة النقدية والمالية، تتدخل في عدة ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية المستمدة من السلطات الواسعة الممنوحة لها. كذلك لها وظيفة العليا تتمثل في الحفاظ على التنسيق والتكامل وتبادل المعلومات ونشر الثقة بين مختلف هيئات السوق وكذلك تعيين وانتداب الموظفين السامين.

2-2- لجنة عمليات البورصة

وهي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على سير السوق ومراقبة المعلومات، وحمايتها من التسرب إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق ليستفيد منها كافة المتدخلين، كما تقوم أيضا بمراقبة جميع العمليات سواء ما تعلق بالإصدار أو التداول، وحماية المستثمر ومراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل. فتنظيم هذه الهيئة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث عدد أعضاء اللجنة والمهام الموكلة لها، وذلك حسب تأثير مجموعة من العوامل، منها عدد الأسواق المالية وحجم نشاط السوق...الخ .

وعلى العموم تتكون هذه اللجنة من الرئيس ومجموعة من الأعضاء يتم اختيارهم لتمثيل الهيئات التالية:[2]

- ممثل عن البنوك.
- ممثل عن الشركات المقيدة في البورصة.

---

[1]- A. Choinel & G.Rouyer , Le marché financier: structures et acteurs, Edition revue banque, Paris, 8ème édition, 2002, pp: 56-57.

[2]- أنطوان الناشف وخليل الهندي، 2000، مرجع سابق، ص: 109.

- ممثل عن الجمعيات المعنية المختصة في مجال الاستثمار في البورصة.
- ممثل عن الحكومة.
- ممثل عن المحكمة العليا.
- ممثل عن مجلس المحاسبة.

وتتمتع هذه الهيئات بممارسة سلطة تأديبية على المتدخلين في أسواق الأوراق المالية إذا ما قاموا بممارسات لا أخلاقية، لأجل المحافظة على السوق من الأزمات والانهيار وعمليات المضاربة المفرطة. حيث يتعرض المتدخل إلى عقوبات ومخالفات وفقا لأحكام القوانين المتعلقة بالبورصة، وذلك بدعوى من رئيس المجلس التأديبي خلال مهلة معينة من تاريخ إحالة القضية على المجلس التأديبي وتعليق كل أعماله إلى غاية صدور قرار المجلس التأديبي الذي يكون ملزم.[1]

كما تمارس هذه اللجنة أيضا صلاحية دراسة طلبات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، والتأشير عليها والخروج منها.

2- هيئات مهنية

وتشتمل الهيئات المهنية على ما يلي:

2-1- مجلس سوق الأوراق المالية[2]

ويعبر هذا المجلس عن هيئة تشرف على السوق مكونة من مجموعة أعضاء مهنيين، يتم تعيينهم بقرار وزاري في فترة تصل في أغلب الأحيان إلى أربعة سنوات بناءا على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار.

وتتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:[3]

- تسجيل قيد وشطب القيم من القائمة الرسمية للسوق الثانوية، ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها.
- تحديد قواعد سير سوق الأوراق المالية.
- الرقابة على الصفقات التي تتم على الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار، والإشراف على العروض العامة للشراء.
- مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايتها من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها.

1- نفس المرجع، ص ص: 121-122.

2- A. Choinel & G. Rouyer, 2002, Op-cit, pp: 61-62.

3- محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 65.

- مراقبة ومعاقبة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايتها، إذ لم يحترموا القواعد العامة للتعامل أو عدم الوفاء بالتزاماتهم.
- تبني الأطراف المشاركة في الصفقات.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية.
- القيام بالتحقيق في ملف الترشيح للحصول على وظيفة الوساطة.

كما يتمتع هذا المجلس بسلطة فرض عقوبات تأديبية على مؤدي الخدمات الاستثمارية في السوق.

2-2- شركة السوق -شركة البورصة -

وتعتبر هيئة نقدية لمجلس السوق، وتتكون من مجموعة أعضاء متمثلين في المؤسسات المالية المعتمدة والسماسرة، وتتولى هذه الهيئة المهام التالية:[1]

- تسيير نظم الإعلام الآلي للتسعير، ونشر أسعار الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.
- تنشيط الحملات الإعلامية حول القيم المتفاوض عليها، وإرساء ثقافة بورصة.
- ضمان النهاية الحسنة للعمليات عن طريق الرقابة.
- تنفيذ قرارات مجلس السوق والتكفل بتطبيق القوانين والأحكام.

3- الهيئات النقدية والبنكية

وتشتمل هذه الهيئة على اللجان التالية:[2]

3-1- لجنة التنظيم البنكي والمالي

تعين هذه اللجنة في العادة من طرف وزير المالية، وتتولى مهمة التدخل في مجال التنظيم المطبق على المؤسسات المالية، وسوق الأوراق المالية وذلك فيما يتعلق بقواعد المحاسبة والتسيير والرقابة.

3-2- لجنة المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار

ويترأسها محافظ البنك المركزي وله سلطة منح الإمضاءات لمؤسسات الاستثمار بناءا على اقتراح من مجلس سوق الأوراق المالية، وهذه اللجنة مسئولة عن مراقبة ما إذا كان الشكل القانوني للمرشح مطابق للقوانين السارية المفعول أم لا، وكذلك تركيبية المساهمين وتوازنها، كما أنه في حالة أي تحيز في الهيكل المالي لأي شركة استثمار ينبغي إبلاغ اللجنة ومجلس سوق الأوراق المالية معا.

1- A .Choinel & G. Rouyer, 2002, Op-cit, p: 62.

2- Idem, pp: 63-64.

3-3- اللجنة البنكية

تترأس من طرف محافظ البنك المركزي وتتكفل بمراقبة مجموع مؤدي الخدمات وأعضاء السوق، وكذلك العناصر الموالية:

- أخطار الوضع والإحلال.
- الأخطار القانونية والتجارية.
- أخطار السيولة.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

سوف يتم تناول كفاءة سوق الأوراق المالية في هذا المبحث من خلال النقاط الموالية:

- تعريف كفاءة السوق الأوراق المالية ومختلف صيغها؛
- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- المرتكزات الرئيسية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية؛
- اتجاهات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق الأوراق المالية ومختلف صيغها

يمكن تناول مفهوم كفاءة السوق الأوراق المالية ومختلف صيغها، من خلال مايلي:

1- مفهوم سوق الأوراق المالية الكفأة

يشير مفهوم سوق الأوراق المالية الكفأة خلافا بين الاقتصاديين والمهتمين بها، وعلى الرغم من الخلاف السائد بينهم في تحديد وضبط هذا المفهوم، إلا انه استطاع الكثير منهم أن يستقر عند مفهوم واحد يمكن صياغته من خلال التعاريف الموالية:

التعريف الأول يرى أن سوق الأوراق المالية الكفأة هي: "تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة عنها، مما يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للوراقة المالية"[1].

[1]- شوقي السيد فوده، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، أفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر، العدد الرابع، أكتوبر 1998، ص ص: 175-176.

أما التعريف الثاني يرى أن سوق الأوراق المالية الكفأة هي تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالـــية التـــي تصـــدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، مما يؤدي إلى ظهور ما يعرف السعر العادل للورقة المالية الذي يعكس قيمتها المحورية، حيث تكون هذه القيمة مساوية للقيمة السوقية[1].

كما يوجد تعريف أخر يرى أن سوق الأوراق المالية الكفأة هي: السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة للسوق مما يؤدي إلى حدوث استجابة سريع، حيث تتساوى القيمة السوقية للوراقة مع قيمتها الحقيقية أو المحورية[2].

مـــن خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية الكفأة هي تلك السوق التي تكون فـــيها المعلومـــات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين من دون تكاليف أو بتكاليف منخفضة، مما يجعل أثر وصـــولها علـــى أسعار الأوراق المالية مباشر، والفاصل الزمني بين تحليلها والحصول على نتائج بشأن قيم الأوراق المالية منعدم، وهو ما يضمن حدوث تغير فوري في السعر عاكسا ما تحمله المعلومات.

فهـــذا المفهوم يعبر عن الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية، أما الكفاءة الاقتصادية للسوق وتعني ضـــرورة مضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى ظهور أثارها على أسعار الأوراق المالية، مما يجعل هناك فارق بين القيمة السوقية للورقة والقيمة الحقيقية لفترة صغيرة من الوقت دون تمكين المستثمرين من تحقيق عوائد غير عادية من وراء ذلك.

2- صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاثة صيغ لكفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن استعراضها من خلال مايلي:

2-1- الصيغة الضعيفة

تشير الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية إلى كون المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق، هي معلومات تاريخية تتعلق بتقلب الأسعار وأحجام التداول في الفترات الماضية، وأن هذه الأســـعار تسير بطريقة عشوائية من دون ارتباط، مما يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل.[3]

ومـــنه فـــإن الأســـعار الســـوقية للأوراق المالية لا تعكس المعلومات الحالية والحقيقية ولا توقعات المســـتقبل، ولكن تعكس الأسعار الماضية أو التاريخية فقط، وأن أي محاولة للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار

1- صلاح الدين حسن السيسي، بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص: 24.

2- رمضان الشراح، "أسواق الأوراق المالية"، المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد الثامن عشر، 2000، ص: 20.

3- شوقي السيد فوده، أكتوبر 1998، مرجع سابق، ص: 177.

في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على أسعارها في الأيام أو الأشهر أو السنوات الماضية هي عديمة الجدوى.[1]

وفي ظل هذه الصيغة فإن المستثمر يمكنه تحقيق أرباح استثنائية من خلال طريقتين، هما:[2]

- إما أن يحصل المستثمر على معلومات خاصة غير منشورة ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
- أو أن يكون بإمكانه تحليل البيانات والمعلومات المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره.

ويتم اختبار الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال ثلاث مداخل، وهي:

- سلسلة الارتباط.
- قواعد التصفية.
- اختبار الأنماط الطارئة.

2-2- الصيغة المتوسطة

تفترض هذه الصيغة بان أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والمعطيات التاريخية الخاصة بأسعارها في الماضي، وإنما تعكس كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للعامة سواء كانت معلومات خاصة بالمستوى الكلي للاقتصاد أو المستوى الجزئي الخاص بالشركة والقطاع الذي تنتمي إليه.[3]

وضمن هذه الصيغة تكون استجابة السوق للمعلومات التي وصلت إليها سريعة وآنية، وكلما زادت هذه السرعة دل ذلك على زيادة الكفاءة واستحال على المستثمر تحقيق عوائد غير عادية من خلال دراسة وتحليل المعلومات، لأن الوقت المتاح للتحليل بهدف الوصول إلى قيمة حقيقية للأوراق المالية لا يكون كافيا، فقد تتدفق إلى سوق الأوراق المالية معلومات أخرى جديدة تحدث تغييرا ملحوظا على أسعار الأوراق المالية وذلك قبل أن يصل المحلل إلى نتيجة المعلومات المحللة من قبل[4].

2-3- الصيغة القوية

ترى هذه الصيغة أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي جميع المعلومات العامة أو الخاصة، سواء كانت منشورة أي متاحة للجمهور عامة أو متاحة لفئة معينة من المساهمين أو المشاركين في مَجلس الإدارة. وباختصار فالسوق القوية الكفاءة هي السوق التي تعكس فيها الأسعار كافة

---

[1]- علي حسين المقابلة وسمير فهمي برهومة، "كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، الإدارة العامة، الأردن، العدد الرابع، جانفي 2002 ، ص ص: 754-755.

[2]- نفس المرجع، ص: 754.

[3]- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 127-128.

[4]- شوقي السيد فوده، أكتوبر 1998، مرجع سابق، ص: 178.

المعلومات السابقة والمعلومات المتوقعة في المستقبل القريب، مما يستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب غيره من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الاستثمار والمال.[1]

المطلب الثاني: خصائص ومرتكزات سوق الأوراق المالية الكفأة

سيتم تناول هذا المطلب من خلال مايلي:

- خصائص سوق الأوراق المالية الكفأة؛
- مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفأة.

1- خصائص سوق الأوراق المالية الكفأة

لكـــي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه جملة من السيمات، أهما:[2]

1-1- المنافسة الكاملة في السوق

المنافسة الكاملة هنا يقصد بها عدالة السوق، حيث يجب أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبير مما يمنع وجود قوى احتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرضـــه. كما أن المنافسة الكاملة يجب أن تتيح فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام صفقات أو التعامل في السوق انطلاقا من تحقيق سيادة القوانين وتنظيم هياكل السوق.

1-2- كفاءة التسعير

يطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى جميع المتعاملين في الســـوق دون فاصـــل زمني كبير ومن دون تكبد تكاليف بهضة، مما يجعل من أسعار الأوراق مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتوفرة، وبهذا يصبح التعامل في هذه السوق بمثابة لعبة عادلة يكون في ظلها للجميع نفس فرصة تحقيق الأرباح، الشيء الذي يجعل الحصول على أرباح غير عادية على حساب الغير مستحيل.[3]

2-3- كفاءة التشغيل[4]

ويطلـــق عليها أيضا الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

---

[1]- محمد صبح، التحليل المالي والإقتصادي للأوراق المالية، جامعة عين شمس، مصر، الطبعة الثانية، 1996، ص: 117.

[2]- جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص ص:41-42.

[3]- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 214-215.

[4]- ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 34

ولكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمر عند حدها الأدنى، مما يحفزه على بذل الجهد اللازمة للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه على سعر الورقة المالية، حيث انه لو كانت التكاليف مرتفعة لكان العائد ضئيل ولا يكفي حتى لتغطية تلك التكاليف.

1-4- الأمن والأمان

ويقصد بالأمن والأمان توفير الحماية اللازمة من المخاطر سواء التجارية منها أو الغير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وحماية السوق من كل الممارسات الغير أخلاقية التي تعدم عامل المنفسة وتؤدي إلى متاهات تحول دون التخصيص الجيد للموارد.

1-5- العقلانية

يجب أن يكون المتعاملين في السوق هدفهم تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وقد يتم الاستعانة بمكاتب استشارة ذات خبرة في الاستثمار المالي من أجل تحقيق المنافسة الكاملة.

2- مرتكزات سوق الأوراق المالية الكفأة

لا يمكن أن تتحقق كفاءة السوق على النحو الذي يسمح لها بتأدية الدور المنوط بها في المجتمع الذي أسست فيه إلا بتوافر جملة الشروط والدعائم، وهي:[1]

2-1- كفاءة تنظيم السوق

هناك العديد من العوامل التي تسهم في تحديد الكفاءة التنظيمية للسوق، والتي يمكن شرحها فيما يلي:

2-1-1- وجود إطار تنظيمي واضح المعالم خاص بالسوق

حيث يتم تضمين هذا الإطار التنظيمي في دليل يوضح القواعد التنظيمية المتعلقة باختصاصات السوق، وكذا صلاحيات ومسؤوليات المشرفين على أدارتها.

2-1-2- تنظيم مهنة الوساطة

يقضي تنفيذ مختلف أوامر البورصة حسب ما تم توضيحه سابقا تحديد صلاحيات ومسؤوليات الوسطاء الماليين، وإحكام عملية الرقابة الصارمة على هذه المهنة -مهنة الوساطة-، بما يوفر نشر أسعار عرض وطلب الأوراق المالية وتقديم خدمات الاستشارة بكفاءة وأمانة عاليتين.

وبهدف تحقيق التنظيم الكفء لمهنة الوساطة ينبغي توفير عدد من الضوابط التي يمكن حصرها فيمايلي:

---

[1]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص: 193.

- وضع ميثاق أخلاقيات مهنة الوساطة.
- تحديد شروط ممارسة مهنة الوساطة.
- ضرورة وجود اتحاد للمهنة يعمل على تنظيم أدائها ومراقبة أعمالها.

2-1-3- كفاية التشريعات والالتزام بتطبيقها

يتطلب التنظيم المحكم لسوق الأوراق المالية وضع تشريعات ملائمة وضرورية تستوعب هذه السوق سـواء في حاضرها أو مستقبلها، حيث تمكن هذه التشريعات السوق من مسايرة توسعها الطبيعي سواء تعلق الأمر باستقطاب متعاملين جدد أو قدرتها في الرفع من حجم تداولها.

غـير أن سـن التشريعات وحده لا يكفي لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية، وإنما يتطلب التطبيق الفعلي لهذه القوانين والتشريعات، وكذا السهر والالتزام بتطبيق كافة القرارات واللوائح التنظيمية الموضوعة من طرف الجهات الوصية على الورق قصد تطويرها وتحسين أدائها.

2-1-4- تحقيق رقابة الأجهزة المختصة

يـتم تحقـيق أو القـيام بعملية الرقابة من طرف الجهات الوصية على السوق، وكذا اللجان التي يتم تكوينها لغرض المراقبة من قبل أصحاب المهنة.

وتعنى الأجهزة الرقابية في السوق بعدد من المسائل يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- التأكد من الوجود الفعلي للشركات المقيدة بالسوق.
- الإشراف على صنع أنظمة السوق المالية، والعمل على تطويرها باستمرار، ومراقبة عمليات التداول عن كثب.
- مراقبة مدى تطبيق التشريعات واللوائح التنظيمية المتعلقة بالسوق.
- مراقبة مهنة الوساطة ومدى التزام أصحابها بتنفيذ مهامهم.
- وجود شروط الإدراج للأوراق المالية للشركات على لائحة السوق الأوراق المالية.
- مراقبة مهنة محافظ الحسابات، والتحقق من مدى بذل الفعالية المهنية من قبل المختصين على النحو الذي يضمن عملية الإفصاح عن المعلومات المالية بشكل دقيق وسليم.
- يخضع تداول الأشخاص لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة، وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشـركات التي يعملون فيها للتأكد من دعم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق أرباح سريعة.

2-2- الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية

تتحقق الكفاءة التقنية لسوق الأوراق المالية بتوافر جملة من العوامل المساعدة على تحقق ذلك، والتي يمكن حصرها فيما يلي:[1]

2-2-1- التنويع في الأدوات المالية

وذلك عن طريق تنويع السوق بالأوراق المالية سواء كانت هذه الأوراق محلية أو دولية، مما يسمح للمستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية من حيث تنويع المخاطر والعوائد.

2-2-2- إيجاد نظام واضح خاص بالعمليات العاجلة والآجلة و أخر للمقاصة والتسويات

إن نظام التسيير في السوق الكفء مبني على أساس آليات العرض والطلب، وهذا ما يمنح للمتعاملين صـــونا لحقوقهـــم من أي تعسف قد يحدث من طرف الوسطاء فيما يخص تنفيذ الأوامر من جهة، ومن جهة أخـــرى التنظيم الجاد للعمليات الآجلة وإجبار كل الأطراف المتعاملة في السوق بتطبيق ما هو واجب عليهم من نقل للملكية وتنفيذ كلي للعمليات، من شأنه أن يساهم في جزء من الكفاءة التقنية للسوق المالية.

2-2-3- التأكيد على استمرارية التعامل في الأوراق المتداولة

تشـــترط كفاءة السوق تحقيق التعامل المستمر على الأوراق المالية وذلك بهدف توفير اليسولة الكافية لعمليات التعامل، مما يفرض الانعقاد الدوري للسوق وامتيازها بالحركية الدائمة مع الأخذ بعين الاعتبار إنهاء الصفقات في ظرف زمني معقول وبتكاليف مقبولة.

إن أهـــم مـــا يساعد على تحقيق سيولة الأوراق المالية وخاصة تلك التي تتميز بمحدودية تداولها هو إيجـــاد صناع للسوق، الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقا مستمرة ونشطة في الأسهم، مما يجعلهم يساهمون في ترقية الخدمات المقدمة من الوساطة المالية، وذلك من خلال تنشيط عملية تـــداول الأوراق المالـــية انطلاقا من مرحلة الإصدار عن طريق التغطية والتوزيع والتسويق الجيد للأوراق المالية.[2]

ويلعـــب صناع السوق دورا مهما في عمليات إصلاح السوق ومعالجة السلبيات التي يمكن أن تتولد من جراء التعامل في سوق الأوراق المالية.

2-3- الكفاءة الإعلامية للسوق[3]

تعـــبر الكفاءة الإعلامية للسوق عن الكفاءة الخارجية، وتعتبر دعامة أساسية تسهم في المحافظة على أسعار السوق وتحقيق الكفاءة المطلوبة لها.

1- نفس المرجع، ص ص: 194-195.

2- نوزاد الهيتي، 1998، مرجع سابق، ص: 108

3- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 195-198.

ففـــي ظـــل سوق كفأ فإن النظام الإعلامي للسوق ينعكس في تحرك أسعار وأحجام تداول الأوراق المالـــية، مما يساهم في مساعدة المستثمرين من تحسين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وللإلمام بجوانب الكفاءة الإعلامية.

لذلـــك نجـــد أن الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية شريطة أن تكون هذه المعلومات سليمة ودقيقة وغير مضللة يمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وسديدة.

المطلب الثالث: اتجاهات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية

باعتـــبار أن السوق الأمريكية تحتل الصدارة العالمية بخصوص القوة والكفاءة فان أهم الإصلاحات والإجراءات التي اتبعت لرفع الكفاءة، تتمثل في مايلي:[1]

- عمولة السمسرة؛
- إدخال أدوات مستحدثة للتعامل؛
- السوق الموحد.

1- عمولة السمسرة

كـــان الـــنظام المعمول به قبل أول ماي 1975 هو نظام العمولة الثابتة وبعد إصلاحات MayDay أصـــبح مـــبلغ العمولة محلا للتفاوض بين السمسار، وقد سمحت هذه الطريقة للمستثمرين الكبار من تحقيق وفرات كبيرة بما يؤدي إلى زيادة السيولة ومن ثم رفع كفاءة السوق.

2- إدخال أدوات مستحدثة للتعامل

مـــن هذه الأدوات يمكن الذكر على سبيل المثال نظام إلكتروني لإبلاغ الأوامر ونقلها بين السمسار والمتخصـــص فـــي خلال وقت قياسي، حيث وفقا للإحصائيات فإن حوالي 45 %من الصفقات في بورصة نيويورك تتم عن طريق ذلك النظام الشيء الذي يترتب عنه رفع الكفاءة.[2]

3- السوق الموحد[3]

في محولة منه لرفع كفاءة سوق الأوراق المالية أدخل الكونجرس الأمريكي في عام 1975 تعديلات علـــى قوانيـــن الأوراق المالية والبورصة، منح بها صلاحية التصرف من أجل توحيد كافة أسوق الأوراق

---

[1]- نفس المرجع، ص: 224.

[2]- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 565.

[3]- نفس المرجع، ص: 567.

المالـــية- المنظمة وغير المنظمة- في سوق قومي واحد، وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية.

وفي هذا الصدد تقوم السوق الموحدة على أربعة ركائز أساسية هي:

3- 1- مركزية التقارير والمعلومات

تتطلب هذه المركزية وجود شريط موحد للحاسوب تسجل عليه كافة التقارير التي أبرمت على ورقة مالية مسجلة.

3- 2- مركزية المعلومات والأسعار

وهـــو ما يتيح الفرصة للمتعاملين في سوق ما بالتعرف على أسعار البيع وأسعار الشراء الذي نفذت بهـــا الصفقات لدى كل صانع سوق، مما يتيح للسماسرة أداء خدمة جيدة لعملائهم وتنفيذ الأوامر بأكبر ربح وأقل خسائر.

3- 3- مركزية دفتر الأوامر المحددة

ونعنـــي أن تسجيل كافة الأوامر المحددة لكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في الحاسب المركزي، مما يجعل المنافسة شديدة وهو ما يعني كفاءة أعلى للسوق.

3-4- المنافسة الحرة

بمعـــنى أن لا يقتصـــر الـــتعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين يساعد على ســـرعة وصـــول المعلومات إلى المتعاملين، إضافة إلى تخفيض هامش الربح الذي يطلبه صناع السوق مما يحقق سيولة اكبر ويرفع من كفاءة السوق.

خاتمة الفصل الثاني

تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تفاعل وفضاء تنتقل فيه الأموال من الأطراف التي لديها فائض إلى الأطراف الأخرى التي تعاني من العجز، فهذه السوق هي وليدة السوق المالية التي تنقسم إلى سوق نقدية وسوق رأس مال.

والسوق النقدية هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية القصيرة الأجل، وتنقسم بدورها إلى نوعين سوق ما بين البنوك وتتعامل فيها البنوك فيما بينها، وسوق القيم المدينة المتداولة التي تعتبر سوق مفتوحة على جميع الأعوان الاقتصاديين.

أما سوق رأس المال فتمثل السوق التي يتعامل فيها بالأصول المالية الطويلة الأجل، وتنقسم هي الأخرى إلى سوق الإقراض طويل الأجل والتي يتعامل فيها بكافة القروض طويلة الأجل، وسوق الأوراق المالية والتي تعبر عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءا.

وسوق الأوراق المالية تنقسم إلى سوقين هما السوق الأولية والتي تعرف بسوق الإصدار، وتعرض فيها الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، والسوق الثانوية والتي يتعامل فيها بالأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية، وهذه السوق بدورها تنقسم إلى سوق منظمة وهي البورصة وسوق غير منظمة.

وتتميز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص تميزها عن باقي الأسواق، وجملة من الوظائف منها ما يرتبط بالمستوى الكلي للاقتصاد ومنها ما يرتبط أيضا بالمستوى الجزئي.

وسوق الأوراق المالية يتعامل فيها على الأوراق المالية وفق مجموعة من العمليات منها الآجلة ومنها العاجلة، ووفق مجموعة أوامر منها ما يتعلق بالبيع ومنها ما يتعلق بالشراء، وتنظيم هذه السوق يختلف من بلد إلى آخر، وبصفة عامة فهي تنظم عن طريق هيئات مهنية وإدارية وأخرى نقدية وبنكية.

كما تتميز أسواق الأوراق المالية عن بعضها البعض انطلاقا من مستويات الكفاءة، والكفاءة وفقا لمفهوم هذه السوق هي ضرورة أن تعكس أسعار الأوراق المالية المعلومات المتاحة عنها. والكفاءة لها صيغ عدة منها الضعيفة ومنها المتوسطة فالقوية، وتقوم هذه الكفاءة على مرتكزات مختلفة منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي، الجانب التقني والجانب الإعلامي.

الباب الثاني

التحليلات و الطرق اللازمة لتقييم الأوراق المالية

الباب الثاني: التحليلات والطرق اللازمة لتقييم الأوراق المالية

يعتبر الهدف من عملية تقييم الأوراق المالية هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية، المراد الاستثمار فيها، ومن ثم مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري الصائب، فقبل الوصول إلى هذه القيمة يتعين المرور بجملة من الخطوات تبدأ بجمع المعلومات الضرورية والمفيدة في عملية التقييم، ثم تحليلها وفق منهجين، منهج التحليل الفني والذي لا يعنى بالوصول إلى القيمة الحقيقية بقدر ما يسعى لاكتشاف نمط تغير الأسعار في الماضي والتنبؤ بحركتها في المستقبل، ومنهج التحليل الأساسي والذي يعنى بتحديد القيمة الحقيقية للورقة وفق أدوات وتقنيات مختلفة تقوم على مبدأ السوق الكفاءة، بعدما يتم تحليل مختلف الظروف الداخلية والخارجية للشركة. وأدوات التقييم المنتهجة للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية عديدة ومختلفة تختلف عن بعضها باختلاف السوق المطبقة فيها، وكذلك المعلومات المتاحة.

ومن أجل التفصيل في المعلومات اللازمة للعملية التقيمية وتحليلها، والتطرق إلى مختلف الطرق المنتهجة للوصول للقيمة الحقيقية، تم تقسيم هذا الباب إلى فصلين:

- جمع المعلومات وتحليلها لأغراض التقييم؛
- طرق تقييم الأوراق المالية.

الفصل
الثالث
جمع لمعلومات
وتحليلها
لأغراض التقييم

الفصل الثالث: جمع المعلومات وتحليلها لأغراض التقييم

من المعلوم أن المستثمر يقبل على الاستثمار في الأوراق المالية إذا كانت قيمتها الحقيقية أكثر من قيمتها السوقية، لذلك يتعين عليه قبل القيام بأي عملية استثمارية الوقوف على هذه القيمة، مستدلا بمجموعة من الخطوات يبدؤها بجمع المعلومات الدقيقة والواضحة والصدقة، ومن ثم تحليلها تحليلا عميقا يساعد على استخلاص مجموعة من النتائج التي تساعد للوصول إلى القيمة الحقيقية. وهناك نوعين من التحليل يمكن انتهاجهما في هذا الشأن، تحليل فني والذي يختص بدراسة الحركات السابقة لتغير الأسعار بغية اكتشاف نمط هذه الحركات مستقبلا، والتحليل الأساسي الذي ينطلق بدوره من مجموعة تحليلات للظروف المحيطة بالشركة وظروف الشركة في حد ذاتها، بغية استنتاج مختلف العوامل المؤثرة على قيمة الشركة ومن ثم قيمة أوراقها المالية.

ومن أجل توضيح كيفية جمع المعلومات الخاصة بذلك، وما هي مختلف هذه المعلومات وشروط الأخذ بها وكيفية تحليلها، فسيتم من خلال هذا الفصل تناول المباحث الثلاث الموالية:

- جمع المعلومات لأغراض التقييم؛
- التحليل الفني للمعلومات؛
- التحليل الأساسي للمعلومات.

المبحث الأول: المعلومات المستخدمة لأغراض التقييم

يعتبر توفير المعلومات الكاملة والدقيقة والمساعدة على تقييم الأوراق المالية من أهم المعطيات التي يركز عليها المحلل المالي وخبراء التقييم، لذلك لا بد من توافر هيكل أو نظام شامل للمعلومات، يشمل مختلف المعلومات الأساسية التي يحتاج إليها المحلل المالي لأغراض التقييم، وكذا مختلف مصادر الحصول عليها، بالإضافة شروط قبول هذه المعلومات من أجل الحفاظ على كفاءة السوق وسلامة عملية التقييم. ومن أجل الإحاطة أكثر بهذه المعلومات تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب الموالية:

- المعلومات الأساسية التي يحتاج إليها المحلل لأغراض التقييم؛
- مصادر الحصول على المعلومات؛
- متطلبات المعلومات.

المطلب الأول: المعلومات الأساسية التي يحتاج إليها المحلل لأغراض التقييم

تتأثر أي شركة باعتبارها نظام مفتوح بما يحدث في محيطها الداخلي والخارجي معا، ففي المحيط الخارجي هناك البيئة العامة، التي تؤثر بأحداثها الوطنية والدولية على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة أوراقها وهناك أيضا البيئة التشغيلية وما تتضمنه من ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أما في المحيط الداخلي فهناك الظروف الداخلية للشركة في حد ذاتها ومدى تأثيرها على قيمة أوراقها المالية، لذلك سوف يتم الوقوف على مختلف المعلومات التي يمكن أن تؤثر على قيمة الأوراق المالية للشركة، من خلال ما يلي:

- معلومات خارجية؛
- معلومات داخلية.

1- المعلومات الخارجية

يمكن تلخيص المعلومات الخارجية التي يحتاج إليها المحلل المالي لأغراض التقييم في مايلي:

1-1- معلومات تخص الظروف الدولية السائدة

وهي المعلومات المتوفرة عن التحولات السياسية، الاقتصادية والاجتماعية في بلد معين، التي من شأنها أن تحدث آثار عميقة على اقتصاديات البلدان الأخرى وبالتبعية على حركة أسواق الأوراق المالية فيها، ويحدث ذلك بفعل زيادة درجة ما يسمى بالاعتماد الاقتصادي المتبادل، والذي هو أحد الخصائص المميزة للعولمة بحيث يؤدي إلى سرعة انتقال الصدمات الاقتصادية من ركن إلى آخر من أركان الاقتصاد العالمي، مثل ما حدث في أزمة جنوب شرق أسيا. فالحدث مهما كان نوعه اقتصادي أو سياسي أو اجتماعي، يبدء

تأثيره على سوق الأوراق المالية المحلية ليلقى بعد ذلك أصداء في أسواق الأوراق المالية العالمية، ويقضي إذا كان سلبيا إلى أزمة ذات أبعاد عالمية.[1]

وإن كانت المعلومات ذات الصبغة العالمية لا تعني الكثير للمستثمر العادي، لكنها تمثل زاد كبير لاستخلاص العبر والنتائج لخبراء التقييم والمحللين، وكثيرا ما يؤكد هؤلاء تأثير الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعاتها الاقتصادية، بل وحتى امتدادها إلى الأوراق المالية التي تصدرها الشركات.[2]

1-2- معلومات تخص الظروف السائدة محليا

إضافة إلى تأثير الحالة الاقتصادية في البلد بالأحداث السائدة عالميا، فهي تتأثر أيضا بالأحداث الداخلية ومن بينها درجة النمو الاقتصادي، مستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، نسبة البطالة، الدورات الاقتصادية وغير ذلك من المتغيرات التي تشكل في مجموعها الظروف الاقتصادية العامة للبلاد.

لذلك سوف يأتي لاحقا دراسة تأثر الأحداث الداخلية على قيمة الأوراق المالية. فالعلاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في البلاد وبين قيم الأوراق المتداولة في السوق، وهو ما تؤكده عدة دراسات ساوت بين حجم التأثير الّذي تحدثه الظروف الاقتصادية العامة على أسعار أسهم الشركة، وحجم التأثير الّذي تحدثه الظروف الخاصة بالشركة ذاتها.[3]

إذن فالمعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية السائدة في البلاد والمتوقع أن تحدث مستقبلا، تفيد في معرفة كيفية تأثير تلك الظروف على سوق الأوراق المالية، وهو ما يساعد المقيم على التقييم السليم للأوراق المالية.

1-3- معلومات تخص ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأوراق المالية

مثلما تم التعرف إليه فإن الاقتصاد الوطني يتأثر بالظروف السائدة عالميا، فهو يؤثر بدوره في الأنشطة الاقتصادية المحلية، إذ تبدي هذه الأنشطة ردود أفعال مختلفة اتجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية، حيث يميل الطلب في الصناعات المنتجة لسلع مرتفعة الثمن للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي، في حين أن الطلب على مخرجات الصناعات المنتجة للسلع الضرورية يكون -نسبيا- أقل استجابة للمتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي.[4]

وهذا التباين في تأثير الظروف الاقتصادية يرجع بالأساس إلى عوامل من داخل الصناعة نفسها، لذلك فالمعلومات المتوفرة عن التغيرات التي تحدث في الصناعة تحتاج إلى تحليل عميق.[5]

1- عبد المجيد عبد المطلب، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص: 24-25.

2- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 265.

3- نفس المرجع، ص ص: 215-216.

4- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 5.

5- منير ابراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 217.

2- المعلومات الداخلية

يمكن ذكر أهم المعلومات الداخلية، التي تفيد عملية التقييم من خلال ما يلي:

2-1- معلومات حول السياسة المحاسبية

إن استخدام سياسة محاسبية معينة بخلاف السياسات المحاسبية الأخرى، يمكن أن يسفر عن قوائم مالية مختلفة عن بعضها البعض لمجموعة واحدة من الأحداث والظروف، لذلك يكون للإفصاح عن السياسات المحاسبية وظيفة عامة تمكن المحلل من تفسير جيد للأرقام الواردة في القوائم المالية بالشكل الذي يساعد على تقيم الأوراق المالية تقيما عادلا.

2-2- معلومات حول الصفقات الهامة وخطط التوسع

وهي معلومات تشتمل على وصف للصفقات الهامة التي أبرمت بين الشركة وأطراف أخرى، أو معلومات حول الخطط التوسعية التي تسعى الشركة لتحقيقها مستقبلا، فكل هذه المعلومات من شأنها أن تؤدي إلى زيادة مردودية الشركة وأدائها المالي في سوق الأوراق المالية بالشكل الذي يساعد على الرفع من قيمة أوراقها المالية.

2-3- معلومات حول استمرارية الشركة

وهي معلومات تخص قدرة الشركة على الاستمرارية، فإذا توفرت معلومات مفادها أن الشركة قادرة على الاستمرار وتحقيق النمو، فإن ذلك سوف يؤثر بالإيجاب على قيمة الشركة ومن ثم على قيمة أوراقها. أما إذا حدث العكس، وكان هناك توقع بعدم قدرة الشركة على الاستمرارية فإن ذلك سوف يقود حتما إلى تدهور قيمتها، ومن ثم عزوف المستثمرين على أوراقها المالية.

2-4- معلومات حول التزامات الشركة المحتملة[1]

وهي معلومات تخص الالتزامات المحتملة للشركة اتجاه الغير، إذ نجد هناك التزامات متوقعة يسود الكثير من الغموض بشأن حدوثها أو مبالغها، فهذه الالتزامات تظهر في العادة نتيجة للقضايا المرفوعة ضد الشركة، أو منازعات مع أطراف أخرى، والتي قد تتطلب تحويل بعض من المبالغ الضخمة عند تسوية النزاع، بالشكل الذي يؤثر على الأداء المالي للشركة مما ينقص من قيمتها، لذلك لابد من توفر هذه المعلومات للمحلل حتى يقوم بتحليلها ومن ثم اعتمادها في تقييم الأوراق المالية للشركة.

2-5- معلومات حول القوائم المالية الشركة

وهي معلومات مرتبطة بعناصر القوائم المالية، وتعتبر القوائم المالية من أهم التقارير المحاسبية المساعدة على تقييم نواحي القوة المالية للشركة، وتحديد التوقعات المستقبلية لها في مجال المركز المالي

[1] - طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: بورصة الأوراق المالية، ص: 57.

والربحـــية. فتقوم الشركات في معظم الأحيان بالإفصاح عنها أو تزويد المساهمين بها في شكل تقارير ملمة بكثير من المعلومات، ومن بين هذه المعلومات نجد:[1]

2-5-1- معلومات حول الأصول الثابتة

ويتم ذلك بالإفصاح أو إعطاء المعلومات الموالية:

- مخصصات الإهتلاك لكل فترة.
- وصف الأنواع الرئيسية للأصول الثابتة حسب الطبيعة والوظيفة.
- الطرق المستخدمة في حساب وتسجيل الإهتلاكات حسب الأنواع الرئيسية للأصول القابلة للإهتلاك.
- معلومـــات حـــول الإنجـــازات تحت التنفيذ، والأصول الثابتة المستخدمة في النشاط، وكذا مختلف معايير الفصل بينها.
- معلومات حول رسملة تكلفة الإقراض.

2-5-2- معلومات حول المخزون

بالإضـــافة إلى المعلومات السابقة حول الأصول الثابتة تقوم الشركة بإعطاء بعض المعلومات حول طبـــيعة الطـــريقة المحاسبية المستخدمة لتقييم المخزون، وكذا معلومات عن المبالغ والأصناف المختلفة من المخزنات

2-5-3- معلومات حول الديون طويلة الأجل

تظهـــر الديون طويلة الأجل كرقم إجمالي في الميزانية لذلك تقوم الشركة بإظهار التفاصيل الخاصة بعقود الديون الطويلة الأجل في شكل ملاحظات أو ملاحق ترفق بالميزانية.

2-5-4- معلومات حول رأس المال

يوجـــد أكثر من مفهوم لرأس المال، فهناك رأس المال المرخص به، ورأس المال المصدر، ورأس المـــال المدفوع، لذلك لا بد على الشركة أن توضح المعلومات الخاصة بالخصائص كل نوع من أنواع رأس المال، وقيمته بالشكل الّذي يفيد المهتم بعناصر القوائم المالية.

2-6- معلومات حول التدفقات النقدية

الـــتدفقات وهي كمية من النقود المحولة خلال فترة زمنية معينة بين عونين اقتصاديين فهناك تدفقات لحظـــية وأخـــرى دوريـــة، فالتدفقات اللحظية هي التي تحدث في لحظة معينة، أما التدفقات الدورية فتتميز بالاستمرار خلال فترة زمنية معينة، وهناك أيضا تدفقات داخلة وأخرى خارجة، فالتدفقات النقدية الداخلة هي

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 57-58.

تلــك التدفقات الناجمة عن عوائد القيم المتبقية وإيرادات النشاط المحتملة، أما التدفقات النقدية الخارجة تعبر عن حركة نقود خارجة مقابل تكاليف استثمارية أو تكاليف استغلال معينة.[1]

وهــذه التدفقات يمكن أن تكون قد حدثت في الماضي وتسمى بالتدفقات السابقة، كما يمكن أيضا أن تكــون مــتوقعة الحــدوث وتسمى التدفقات المستقبلية، فالتدفقات المستقبلية في العادة يعتمد في تقديرها على التدفقات السابقة، لذلك نجد المحلل المالي يهتم بالنوعين من التدفقات -السابقة والمستقبلية- لاعتبارهما وسيلة تساعده على تحديد سلوك عوائد ومصروفات الشركة حاضرا أو مستقبلا بالشكل الذي يقود إلى الوقوف على قيمة الشركة ومن ثم قيمة أوراقها المالية.

2-7- معلومات حول مقاييس الربحية الموزعة

مقياس الربحية الموزعة، وهو عبارة عن نسبة الربح المقترحة للتوزيع والمحددة من طرف مجلس الإدارة، فهذه النسبة تحتل الاهتمام الأول لدى المستثمرين ومقيمي الأوراق المالية، سواء كانت هذه النسبة خاصة بفترة حالية أو مستقبلية.

فحصول بعض المستثمرين على معلومات داخلية خاصة بتوزيع الأرباح سواء كانت نقدية أو عينية من شأنه أن يؤثر سلبا أو إيجابا على قيمة الأوراق المالية للشركة في السوق.

المطلب الثاني: مصادر الحصول على المعلومات

هناك العديد من المصادر التي يمكن للمحلل المالي الحصول من خلالها على معلومات، فهذه المصادر تختلف عن بعضها البعض من حيث طبيعة المعلومة، جودة المعلومة وتكلفة الحصول عليها وكذا سرعة إيصالها إلى طالبها. وبالرغم من كل ذلك الاختلاف إلا أنها تشكل هيكل متكامل أو نظام شامل يمكن الاعتماد عليه في تقييم الأوراق المالية، لذلك سوف نتطرق إلى مختلف هذه المصادر من خلال ما يلي:

- المطبوعات الحكومية ومختلف المجلات والصحف المتخصصة؛
- مطبوعات مؤسسات متخصصة في مجال المال وبنوك المعلومات؛
- تقارير الشركات المصدرة للأوراق المالية.

1- P. Conso, Gestion financière, Dunod, 7ème édition, Paris, 1991, Tome1, p: 12.

1- المطبوعات الحكومية ومختلف المجلات والصحف المتخصصة

1-1- المطبوعات الحكومية

تعتبر المطبوعات الحكومية والمنشورات التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المتخصصة من أهم مصادر المعلومات، خاصة منها تلك التي تبرز الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية بصفة خاصة.

فهذه المطبوعات التي تمد بمعلومات عن مختلف الصناعات، يتم إصدارها في بعض الدول بصفة دورية من قبل الوزارات ومختلف الهيئات التابعة لها، فهي تتضمن معلومات عامة في شكل سياسات إحصائية -حجم الدخل الوطني أو العناصر المكونة له- وأخرى أيضا في شكل مخطط للسياسة النقدية أو المالية -كحجم الكتلة النقدية، أسعار الفائدة، معدلات الضرائب وحجم الإنفاق العام-، بالإضافة إلى معلومات خاصة تتعلق بظروف أسواق الأوراق المالية وتقارير تتضمن نتائج أعمال الشركات مصدرة الأوراق المالية مصنفة حسب القطاعات، أو حسب حجمها في الاقتصاد الوطني.[1]

1-2- الصحف والمجلات المتخصصة

تنشر الصحف في الدول الصناعية الكبرى بيانات عن أسهم الشركات المطروحة للتداول في سباق للنشر أولا دون تأخير لإخراج الأخبار أو التحكم فيها، وهو ما ينجم عنه انتشار المعلومات بصفة كبيرة ومتاحة للعامة بتكاليف يسيرة[2]. ويختلف عدد الشركات المدرجة أخبارها من صحيفة لأخرى اعتمادا على المساحة المخصصة للصفحة المالية، وأيضا على تصور إدارة التحرير للشركات التي تحظى بالاهتمام والمتابعة من قبل أكبر عدد من القراء، لذلك يعد الاعتماد على الصحف اليومية فقط أحد جوانب القصور التي يتعرض لها المستثمر.[3]

ومن أهم الصحف العالمية المهتمة بعالم المال والأعمال، نجد كل من صحيفة نيويورك تايمز وصحيفة وول ستريت، حيث تنشر الصحيفتان أهم المعلومات عن الشؤون المحلية والعالمية التي تؤثر في أسواق الأوراق المالية، إضافة إلى تعليق الخبراء على هذه المعلومات.

أما عن المجالات المتخصصة فهي تعتبر مصدرا للمعلومات مكلفا نوعا ما مقارنة بالصحف، إلا أنه يمكن الحصول عليها من المكتبات العامة بالمجان، ومن أشهر المجلات المتخصصة في مجال المال والأعمال في العالم مجلة بارون، فورشن وأخبار التجارة والمال، مجلة المحللين الماليين، مجلة التحليل المالي والكمي ومجلة إدارة المحفظة وغيرها.

1- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ص: 219-220.

2- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: بورصة أوراق المال، ص: 256.

3- محمد صالح الحناوي، 2000، مرجع سابق، ص: 161.

وهــناك الكثير من المحللين من ينصح بالاعتماد على المجلات الأكثر عمقا والأكثر تحليلا. غير أن الاعتماد على الصحف البورصية وحدها يعد من أحد جوانب القصور التي يتعرض لها المستثمر.[1]

2- مطبوعات مؤسسات متخصصة في مجال المال وبنوك المعلومات

2-1- مطبوعات مؤسسات متخصصة في مجال المال

تسعى بعض بيوت السمسرة إلى اكتساب ميزة نسبية بهدف تسويق خدماتها، وذلك من خلال إتاحة معلومات مجانية أو زهيدة التكلفة لعملائها الحاليين والمحتملين عن حالة السوق المالية وأسعار الأوراق المالية فيها، وبالطبع لا ينبغي الاعتماد كليا على المعلومات المقدمة من طرف بيت السمسرة لما قد تحمل من أغراض دعائية أكثر منها موضوعية.

2-2- بنوك وشبكات المعلومات

هناك مؤسسات مالية متخصصة -على الخصوص في الدول الصناعية الكبرى- تشرف على بنوك المعلومات، إذ يمكن أن توفر للراغبين في الاستثمار بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن الشركات التي أصدرتها، وتكون هذه البيانات مخزنة في أقراص ممغنطة يمكن للمستثمر شراؤها بتكلفة زهيدة مقارنة بحجم ونوع المعلومات الهامة التي تفيده بها.[2]

كما يوجد أيضا شبكات ضخمة من أطراف الحاسب الآلي تعطي لحظة بلحظة أسعار بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق غير المنظمة، حيث يمكن للمستثمر أو المقيم أن يستخدمها لمعرفة السعر الجاري لدى مختلف تجار الورقة التي يرغب في تقييمها أو تنفيذ الأمر عليها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تعمل هذه الشبكات تحت إدارة الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية لذلك يطلق عليها بشبكة نازدك. إذ يشترط هذا الاتحاد على المؤسسات المصدرة للأوراق المالية توفير معلومات مستمرة تغطي اهتمامات المستثمرين في تلك الأوراق كل ستة أشهر من التعامل عليها.[3]

ومن هذه الشبكات أيضا شبكة المعلومات العنكبوتية -الإنترنت- إذ أصبحت تعتبر وسيلة اتصال سريعة وبسيطة وحديثة تسمح بالاتصال بين الجمهور المتباعد، وخاصة بين مختلف المساهمين وشركاتهم، فهذه الوسيلة جعلت من الفضاء الواسع دورة معلوماتية صغيرة، سهلة الاتصال بين أطرافها، تمكن من فحص كم كبير من المعلومات في وقت قصير وذلك بفضل قوة التخزين الهائلة التي تتمتع بها، إضافة إلى كونها أداة تساهم في تطوير أسواق الأوراق المالية.

1- نفس المرجع، ص: 161.

2- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 238.

3- نفس المرجع، ص ص: 77-78.

ففي مجال المعلومات عبر شبكات الإنترنت نجد الشركات الأمريكية في الطليعة، فهي تقوم بتوفير معلومات كثيرة وبصفة مفصلة للراغبين فيها من محللين أو مستثمرين. وفي بعض الأحيان نجد بأنها توفر معلومات في شكل تساؤلات وإجابات، فكل نوع من تلك التساؤلات يكون مجمع تحت عنوان معين FAQ[1] بالشكل الذي يشرح ويعطي المعلومات حول الشركة ومختلف عملياتها بصفة مدققة ومفصلة، وفي نفس السياق فقد قامت العديد من الشركات بإنشاء مواقع اقتصادية ومالية خاصة بها تهتم بتوفير المعلومات للراغبين فيها.[2]

3- تقارير الشركات المصدرة الأوراق المالية

تقوم الشركة بإعطاء المعلومات الخاصة بها والتي تهتم بالمستثمرين القدامى من -حملة الأسهم- أو المستثمرين المرتقبين -أي الراغبين في شراء أسهم الشركة- في شكل تقارير دورية. ويمكن التمييز بين نوعين من التقارير الأولى توجه إلى المساهمين والثانية إلى لجنة البورصة.

3-1- التقارير المقدمة إلى حملة الأسهم

تتمثل في تقارير دورية -سنوية أو أقل من ذلك- مثل الميزانية العامة، جدول حسابات النتائج والتقرير الأدبي للمدير العام الذي يوضح فيه النتائج المحققة والموازنات التقديرية والاحتمالات المستقبلية للمركز المالي للشركة.[3]

3-2- التقارير المقدمة إلى لجنة البورصة

تتضمن هذه التقارير الكثير من المعلومات منها مالية وأخرى غير مالية، فهذه التقارير تقدم غالبا من طرف الشركة بمناسبة إصدارها لأوراق مالية جديدة -سواء كانت حديثة التأسيس أو راغبة في التوسع- في شكل نشرة إصدار أو كتب الاستثمار، فتحتوي هذه النشرة على كافة المعلومات والإيضاحات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية أوالإحجام عنها.[4]

بالإضافة إلى النشرة السابقة فإنه توجد تقارير أخرى منها شهرية يطلق عليها اسم نموذج k-8 تقدم فيه الشركة معلومات حول عملية التصويت بالإنابة، وكذلك تقارير أخرى نصف سنوية يطلق عليها بالنموذج k-9 وتكون غير معتمدة من طرف المراقب المالي وتتضمن معلومات حول إيرادات الشركة ومختلف

[1]- FAQ: Frequently Asked Questions.

[2]- A. Choinel & G. Rouyer, 2002, Op-cit, pp: 115-116.

[3]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 79.

[4]- محمد سويلم، 2000، مرجع سابق، ص ص: 122-125.

مصروفاتها وإجمالي المبيعات، بالإضافة أيضا لتقرير سنوي تقدمه الشركة إلى لجنة البورصة ويطلق عليه اسم نموذج k-10، ويشبه النموذج السابق غير أنه معتمد من طرف المراقب المالي ويكون أكثر تفصيلا.[1]

المطلب الثالث: متطلبات المعلومات

مما سبق يمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع، منها معلومات تاريخية وتعبر عن سياسات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي، ومعلومات عامة متاحة للنشر عن الظروف الحالية الخاصة بالاقتصاد ككل أو الصناعة أو الشركة المصدرة للأسهم، ومعلومات خاصة لا تتاح إلا لفئات مميزة من المستثمرين. ولكن حتى تقبل هده المعلومات وتكون دعامة أساسية في عملية التقييم لابد أن تتوفر فيها مجموعة من المتطلبات أو الشروط سيتم تناولها تباعا لما يلي:

- دقة المعلومات التي توفرها مختلف المصادر خاصة الصحف؛
- تماثل المعلومات؛
- الشفافية في المعلومات المقدمة من طرف الشركة.

1- دقة المعلومات التي توفرها مختلف المصادر خاصة الصحف

مهما تكن المعلومات متاحة بالمجان ومتعددة بالقدر الكافي، ومهما يكن هناك مختصين قادرين على تحليل تلك المعلومات، فإن كل ذلك لا يكفي إذا لم تكن هناك شفافية وصدق في نشر المعلومات من طرف وسائل الإعلام المالي المختلفة، لدرجة تجعل المستثمر يطمئن لتلك المعلومات ويثق فيها. ذلك أن سلامة المعلومات من الغش والخداع من أخطر القضايا المرتبطة بأسواق الأوراق المالية، لدرجة أن آثار مقال أو تحليل سياسي مغرض ليس له نفس الآثار الوخيمة على المجتمع مقارنة بمقال أو تحليل تمتد آثاره إلى أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وما أزمة الكساد الكبير إلا أصدق مثال على ذلك[2]. وتجنبا لمثل هذا الانزلاق الخطير كان الحرص على صدق المعلومات من أولى الأولويات إذ انه لا يكون إلا بتوافر عدة مواصفات في المصدر الّذي ينشر هذه المعلومات. فإذا كانت صحيفة هي التي تضطلع بهذه المهمة، فالمواصفات هي:

- أن تكون الصحيفة غير مملوكة للحكومة -مستقلة-.
- وأن لا يشترك في تأسيسها أفراد لهم حصة في رأس مال أي وسيلة من وسائل الإعلام التي تنشر الإعلانات.

1- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 237.

2- نفس المرجع، ص ص: 705 -706.

المبحث الثاني: التحليل الفني للمعلومات

التحليل الفني للمعلومات يعتبر أداة مساعدة على التقييم من خلال تتبع أسعار الأوراق المالية في الماضي، بغية تحديد اتجاهات تغيراتها المحتملة في المستقبل لمحولة الوقوف على قيمتها المستقبلية، ويمكن تناول هذا النوع من التحليل من خلال مايلي:

- مجال الاهتمام بالتحليل الفني؛
- أدوات التحليل الفني للمعلومات لأغراض التنبؤ بحركة السوق؛
- أدوات التحليل الفني للمعلومات لغرض التنبؤ بحركة أسعار سهم معين.

المطلب الأول: مجال الاهتمام بالتحليل الفني

يمكن تلخيص مجالات الاهتمام بالتحليل الفني من خلال العناصر التالي:

- مفهوم التحليل الفني؛
- أسس ومتغيرات التحليل الفني.

I- مفهوم التحليل الفني

التحليل الفني هو عبارة عن عملية التعرف على التغيرات الخاصة باتجاهات تغير أسعار الأوراق المالية في السابق -بغية اكتشاف نمط لتلك التغيرات- والاعتماد عليها في التنبؤ بالحركة المستقبلية.

لذلك فالتحليل الفني يقوم على دراسة مستويات وحركة أسعار الأوراق المالية في فترة ماضية، بشكل يمكن من خلاله التنبؤ بحركتها المستقبلية، استنادا إلى عوامل تقنية لسوق الأوراق المالية الناتج عن قوى العرض والطلب على هذه الأوراق، ووفق أساس مفاده أن كل العوامل الاقتصادية، السياسية، النفسية يمكن أن تؤثر على قوى العرض والطلب الخاصة بالأوراق المالية.[1]

ولهذا فالتحليل الأساسي عبارة عن طريقة بديلة لاتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال الرد على بعض الأسئلة مفادها:[2]

- ما هي الأوراق المالية التي يجب على المستثمر شراؤها أو بيعها ؟
- متى يجب القيام بذلك؟

---

[1]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 87.

[2]- طارق عبد العل حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص: 145.

2- أسس ومتغيرات التحليل الفني

يمكن القول بأن التحليل الفني يقوم على مجموعة من الأسس ويهتم بمجموعة من المتغيرات، يمكن تناولها كما يلي:

2-1- الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني

يمكن تلخيص أهم الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني فيما يلي:

- كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية في لحظة ما تكون متضمنة في سعر السوق.
- اتجاه التغير في السعر ربما ينبؤنا بالتغير القادم في المتغيرات الأساسية مثل العائد والمخاطرة، وذلك في مرحلة مبكرة من تلك التي يتوقعها باقي المحللين.
- كل ظاهرة أو تمثيل ماضي يمكن أن يخضع للتكرار يوما ما.
- الناس سيستمرون في ارتكاب نفس الأخطاء التي اقترفوها في الماضي.
- تطور الأسعار تتيح اتجاها معينا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ المستقبلي.
- كل العوامل الاقتصادية، السياسية، النفسية التي تؤثر على تحديد الأسعار هي متضمنة في حركيات العرض والطلب، كما أن حجم التعاملات والتغيرات في الأسعار قد يكون كافيا لاكتشاف نمط للحركة الماضية واستعمالها للتنبؤ بالمستقبل.[1]

2-2- متغيرات التحليل الفني

يمكن تلخيص أهم المتغيرات التي يركز عليها التحليل الفني فيما يلي:[2]

2-2-1- بيانات السوق المنشورة

يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة، كما يركز على العوامل الداخلية للسوق، عن طريق تحليل تحركات أسعار الأوراق المالية في السوق.

2-2-2- التوقيت

يرى التحليل الفني أن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاهات معينة، وذلك أثناء تحركاتها نحو مستويات التوازن الجديد، ويمكن تحليل هذه التغيرات التي تظهر عليها عن طريق دراسة حركة الأسعار وحجم التداول بمرور الوقت، ويكون التركيز على التغير في الأسعار المحتملة.

2-2-3- المدى القصير

يميل الفنيون إلى التركيز على المدى القصير، لذلك تم تصميم أساليب التحليل الفني أساسا لتحديد تحركات الأسعار المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا.

1- B. Jacquillat & B. Solnik, 2002, Op-cit, p: 148.

2- طارق عبد العل حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص: 148.

المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني للمعلومات لأغراض التنبؤ بحركة السوق

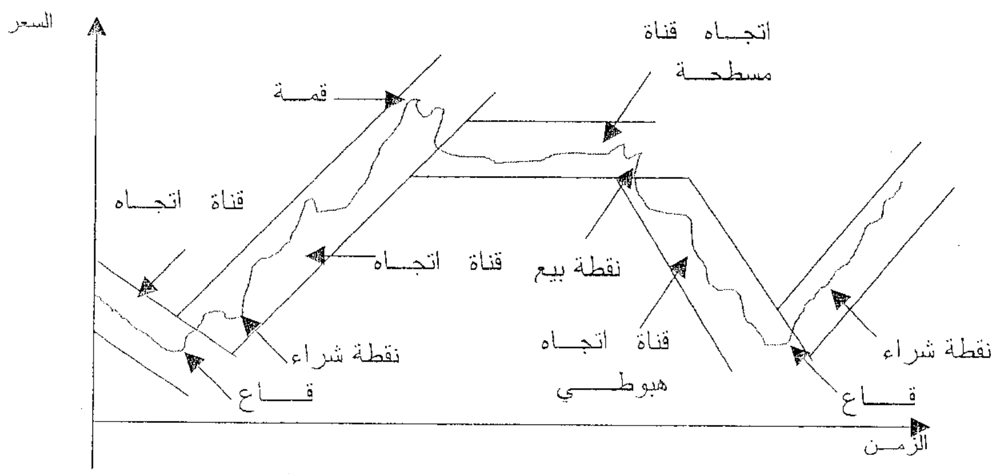
يمكن استعراض أهم أدوات التحليل الفني للتنبؤ بحركة السوق، من خلال ما يلي:

- دورة أسعار الأسهم؛
- نظرية دو؛
- مؤشرات التنبؤ بحركة السوق.

1- دورة أسعار الأسهم

لكي يتم فهم القواعد الفنية للتعامل بهذه الطريقة، فإن الشكل 3-1 يوضح دورة أسعار أسهم السوق ككل أو السهم الواحد.

الشكل 3-1: دورة أسعار الأسهم



المصدر: طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص: 172.

فمن خلال هذا الشكل نجد أن المستثمر يقوم بشراء الأسهم عندما تكون أسعارها في بداية الصعود – قناة اتجاه صعودي–، ويحتفظ بها حتى نهاية موجة الارتفاع، وكما هو معلوم فالمستثمر يرغب في البيع عندما تكون الأسعار في القمة، إلا أنه لا يقوم بذلك أملا منه في أن ترتفع الأسعار مرة أخرى، وهكذا يتحفظ على قرار البيع على طول القناة المسطحة. وبمجرد ما يرى بأن الأسعار تتأرجح نحو الهبوط، أي بداية قناة الاتجاه الهبوطي فإنه يتخذ قرار البيع.

2- نظرية دو[1]

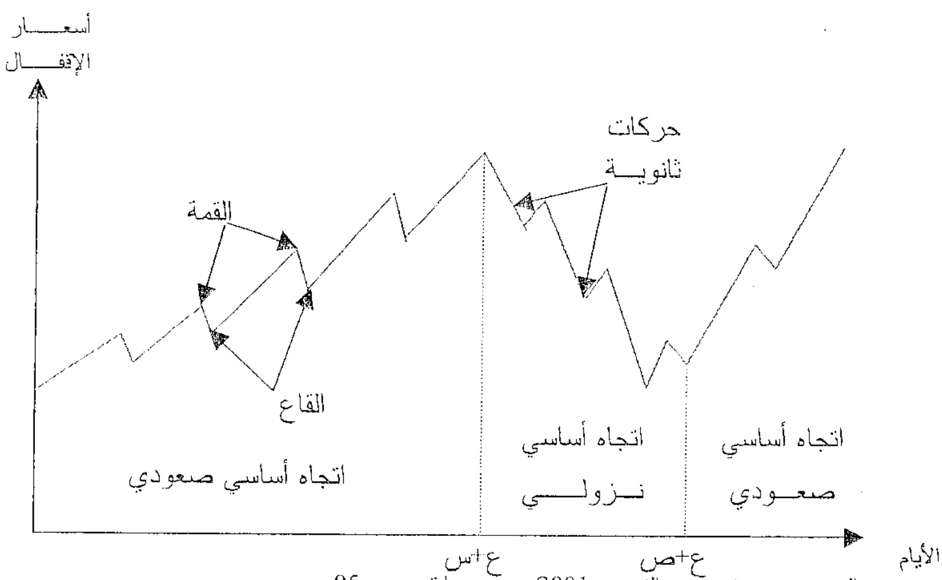
تعتبر نظرية دو من أهم وأشهر أدوات التحليل الفني، وتنسب لصاحبها تشارلز دو"Charles Dow" الذي نسب إليه مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة، فشهرته ترجع إلى تنبؤه بأزمة سوق الأوراق المالية في الثلاثينات، حيث نشر مقال في جريدة وول ستريت بتاريخ: 1929/10/29 يقوم على أساس نظرية دو، ويشير فيه إلى أن السوق الصعودية قد انتهت والسوق الهبوطي قد بدأ.

وتنص هذه النظرية على وجود ثلاث حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، وهي:

- تغيرات سعرية تحدث من يوم لآخر ويطلق عليها التقلبات اليومية ولا يعطى لها أهمية كبيرة.
- تغيرات سعرية متوسطة ويطلق عليها الحركات السعرية الثانوية، ويتراوح حدوثها ما بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضع شهور.
- تغيرات سعرية يمثل الواحد منها تجميعا لآثار سلسلة من التحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في الاتجاه المضاد، ويطلق أيضا على هذه التغيرات بالسوق الصعودية أو السوق النزولية وذلك حسب اتجاه تغير الأسعار.

والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل 3-2: الكيفية التي تنخفض بها الأسعار في ظل نظرية دو Dow



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، 2001، مرجع سابق، ص: 95.

فمن خلال هذا الشكل نستنتج مايلي:

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، ص ص: 222-223.

- عند اليوم ع+س تحدث محاولة من خلال حركات سعرية ثانوية لإعادة الأسعار إلى مستوى القمة السابق، ولكنها تفشل معلنة بذلك عن تغير في الاتجاه الأساسي من اتجاه صعودي إلى اتجاه نزولي.
- عند اليوم ع+ص تحدث محاولة من خلال حركة سعرية ثانوية لإعادة مستوى السعر إلى ذلك المستوى المتدني، ولكنها تفشل معلنة بذلك عن تغير في الاتجاه الأساسي من اتجاه نزولي إلى اتجاه صعودي.

وعليه نلاحظ من خلال هذه النظرية أنه يمكن معرفة الاتجاه المستقبلي للأسعار ومن ثم معرفة قيمة السوق بصفة عامة، دون تحديد قيمة السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه، هذا إلى جانب رسم حركة الأسعار التي تجري عليها الصفقات دون الأخذ بعين الاعتبار حجم الصفقات.

3- مؤشرات التنبؤ بحركة السوق

يمكن تلخيص أهم مؤشرات التنبؤ بحركة السوق من خلال ما يلي:

3-1- مؤشرات الكميات الكبيرة[1]

يختص هذا المؤشر بالصفقات التي تكون الكميات فيها كبير ة في حدود خمسين ألف سهم فما فوق، ووفقا لهذا المؤشر يمكن التنبؤ بحركة السوق من خلال حساب الصيغة الموالية:

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات المبرمة بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به أخر صفقة}}{\text{عدد الصفقات المبرمة بأسعار أعلى أو أقل من السعر الذي أبرمت به أخر صفقة}}$$

نسبة هذا المؤشر تتراوح بين الصفر والواحد، فكلما اقتربت من الواحد دل ذلك على الاتجاه الصعودي للسوق بما يعني أن قيمة السوق في ارتفاع ومن ثم قيمة الورقة بطبيعة الحال سوف ترتفع، ولذلك من الأفضل اتخاذ قرار الاستثمار بالشراء. والعكس عندما تقترب النسبة من الصفر، حيث يدل ذلك على اتجاه السوق نحو الهبوط وتناقص قيمة الورقة، ومن ثم القرار الرشيد هو البيع.

3-2- مؤشر الكميات الكسرية

يختص هذا المؤشر بالصفقات التي لا تزيد كميتها عن 100 سهم التي يقبل عليها في العادة المستثمرون الصغار، ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{مؤشر الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

[1]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص ص: 91-92.

يمكن عن طريق هذا المؤشر معرفة حركة السوق من خلال التعرف على الحالة التي تسيطر على صغار المستثمرين، فإذا زادات هذه النسبة عن الواحد دل ذلك على أن مبيعات الكميات الكسرية أكبر من المشتريات، والحالة المسيطرة على المستثمرين الصغار هي التشاؤم، ولذلك يقوم الفنيون والمحترفون بالشراء، لاعتبار أن قيمة السوق سوف تتجه نحو الصعود لاحقا، والعكس يمكن أن يحدث في حالة كون هذا المؤشر أقل من الواحد.[1]

وهذا المؤشر يقتضي أيضا تطبيق نظرية وجهة النظر المضادة أو العكسية إذ يتعين عادة على المستثمر المحترف أن ينتظر إلى غاية وصول المؤشر إلى نقطة التحول، فإذا أخذا الاتجاه نحو الصعود قام بالشراء فورا وإذا ما اتجه نحو الهبوط كان القرار الاستثماري الصائب هو البيع.[2]

3-3- مؤشر بارون للثقة

يقوم هذا المؤشر على اعتقاد يتمحور حول المفاضلة ما بين عوائد السندات المرتفعة الجودة والسندات الأقل جودة، التي يمكن أن تكون أداة للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل باعتبار السندات أقل مخاطرة من الأسهم، وأن حملة السندات سوف يشعرون بالخطر قبل حملة الأسهم سواء كان تفاؤل أو تشاؤم.

ويمكن حساب هذه المؤشر وفقا لهذه العلاقة:

$$\text{مؤشر بارون للثقة} = \frac{\text{عوائد السندات المرتفعة الجودة}}{\text{عوائد السندات المتوسطة الجودة}}$$

عادة ما تكون قيمة هذا المؤشر أقل من 100% كما أنه كلما اقتربت من 100 % دل ذلك على زيادة الثقة بالاقتصاد وكذا سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ميل قيمة الأوراق المالية للارتفاع ويكون بالتالي التوقيت مناسب للشراء، أما في الحالة المعاكسة أي انخفاض المؤشر فإن هذا يستخدم كدلالة على أن قيمة الأوراق المالية سوف تنخفض نتيجة تشاؤم المستثمر وأن الوضع الاقتصادي في تدهور وبالتالي يكون التوقيت مناسبا للبيع.

3-4- مؤشر اتساع السوق

يحاول مستعملو هذا المؤشر التنبؤ بالاتجاهات العامة للأسعار صعودا ونزولا في السوق، من خلال التسجيل اليومي لحركة الأسعار صعودا وهبوطا، مما يساعد في توضيح سبب التغير في اتجاه مؤشرات السوق مثل مؤشر DJIA أو S&P500.[3]

---

[1]- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص: 197.

[2]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 91.

[3]- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص: 204.

ويتم حساب هذا المؤشر كما يلي:

$$\text{مؤشر اتساع السوق} = \frac{\text{عدد الأسهم الصاعدة} - \text{عدد الأسهم الهابطة}}{\text{مجموع الأسهم المتداولة}}$$

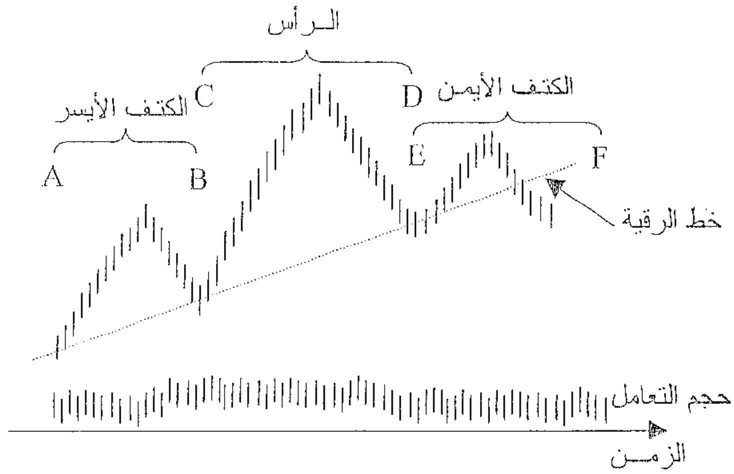
المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني للمعلومات لغرض التنبؤ بحركة أسعار سهم معين

بعدما تم التعرض إلى أهم أدوات التحليل الفني للمعلومات لتحديد نمط التغيير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة نظرا لكونها خطوة أولى يعتمد عليها في تقييم السهم الذي ينبغي شراءه، نأتي الآن للخطوة الثانية وهي تحليل المعلومات بغية اكتشاف نمط التغيير في سعر السهم محل الاهتمام، والتي تتم من خلال مجموعة أدوات يمكن ذكر البعض منها في ما يلي:

1- خريطة الرأس والأكتاف

من أنماط حركة السعر التي يبحث عنها المحلل الفني نجد نمط الرأس والأكتاف التي يوضحها الشكل الموالي:

الشكل 3-3: خريطة الرأس والأكتاف



المصدر: منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص: 451

يتضح من خلال هذا الشكل ما يلي:[1]

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ص: 450-451

- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، ص ص: 230-231.

- ارتفاع مضطرد في الأسعار نتيجة لزيادة مضطردة في حجم الصفقات، يصل هذا الارتفاع حتى مستوى معين أي خط مقاومة AB، وبعدها نلاحظ انخفاض في حجم الصفقات مما يؤدي إلى انخفاض في الأسعار، مكونا بذلك الكتف الأيسر.

- ارتفاع مضطرد في حجم الصفقات يترتب عليها ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى مما وصل إليها الكتف الأيسر أي خط مقاومة جديد CD أعلى من الأول AB، يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات، يترتب عليه انخفاض في السعر يصل إلى مستوى أعلى بقليل من المستوى المتدني الذي وصل إليه في الكتف الأيسر، وهذا ما يكون الرأس.

- زيادة في حجم الصفقات بصفة أقل من الزيادات السابقة، يؤدي إلى زيادة مضطردة في الأسعار إلى أن تصل إلى مستوى مقاومة جديد ممثل بالخط EF، يكون أقل من المستوى الممثل في الرأس، ثم بعد ذلك يباشر في الهبوط بانخفاض حجم التعامل مكونا بذلك الكتف الأيمن، وهذا ما يوحي أن السعر سوف يستمر في الهبوط حتى تحت خط الرقبة وهي علامة تشاؤمية لابد فيها من البيع.

2- خريطة النقطة والشكل

هذه الخريطة عبارة عن رسم بياني يمثل فيها محور العينات سعر السهم أما المحور السيني يمثل أي شيء أخر، كما لا يؤخذ بعين الاعتبار السعر الجديد للسهم على الخريطة إلا إذا كان التغير فيه يتم بحجم معين -وحدة-، حيث في حالة ارتفاع السعر بوحدة يسجل حرف X أمام السعر الجديد، أما إذا انخفض السعر بوحدة واحدة فيسجل حرف O أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر، كما لا يوضع الحرفين معا على نفس العمود، حيث نتحصل على نوعين من الأعمدة، إحداها تمثل اتجاها صعودي والأخرى اتجاها نزولي، بالإضافة إلى أنه يتم تسجيل أمام السعر الأول شكل مربع أو شكل آخر، ويهتم المحلل الفني من خلال بناء هذه الخريطة بشيئين:

- المنطقة المكدسة.

- الاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من المنطقة المكدسة، وما إن كانت قد أخذت اتجاها صعوديا أو نزوليا، فإذا كان الخروج نزوليا يكون القرار ملائما للبيع أما إذا كان صعوديا يكون القرار ملائما للشراء.

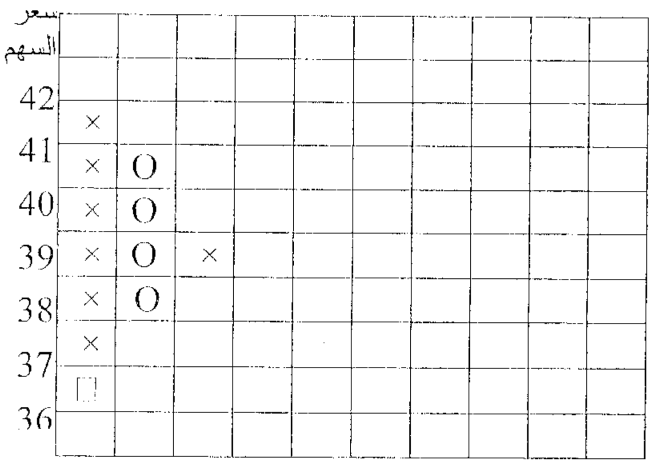
والأشكال التالية توضح ذلك:

جدول3-1: التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية

التاريخ	سعر الإقفال	التفريغ في الجدول
1	35	□
2	36,75	لا شيء
3	38,50	×× حتى 38
4	39	× عند 39
5	41,50	××حتى 41
6	40,50	
7	37,75	0 عند 40
8	37	000 حتى 37
9	38,25	لا شيء
10	48,75	× عند 38

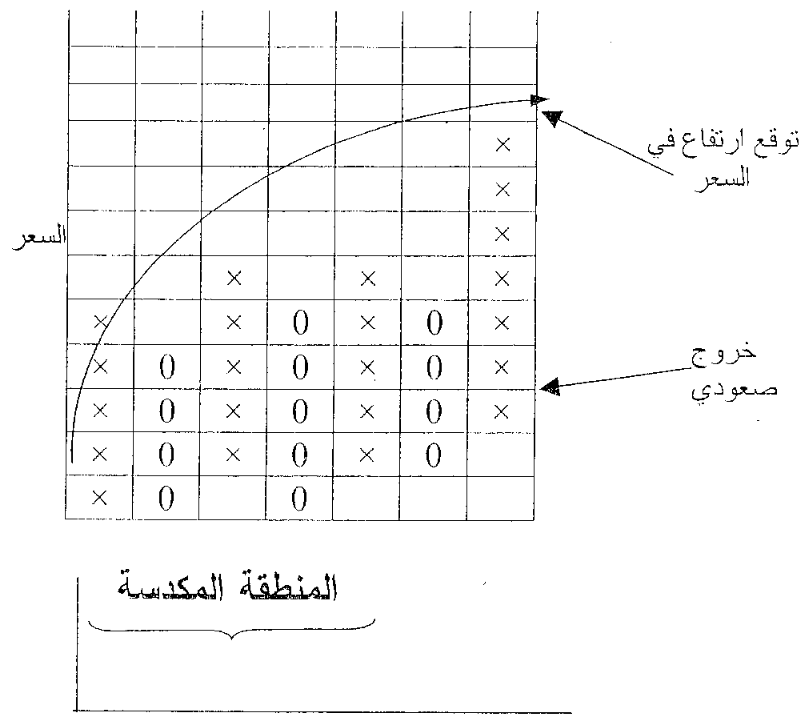
المصدر: تم تصميمه بناء على معطيات مفترضة

شكل3-4: خريطة النقطة والشكل



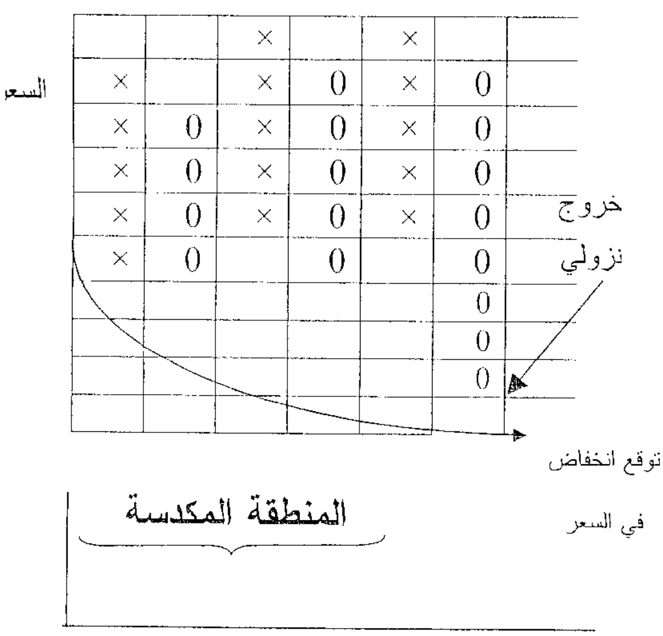
المصدر: تم تصميمه بناء على معطيات الجدول المقابل

الشكل 3-5: المنطقة المكدسة والخروج الصعودى للأسعار



المصدر: شكل مفترض

الشكل 3-6: المنطقة المكدسة والخروج النزولى للأسعار



المصدر: شكل مفترض

3- خرائط المتوسطات المتحركة

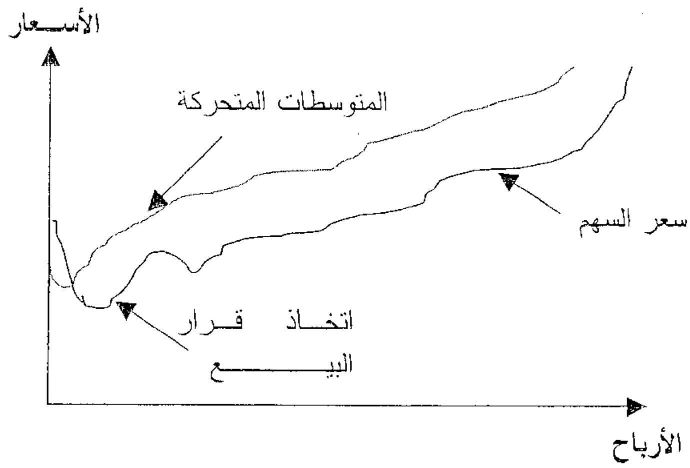
يرى المحللون الفنيون أن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا التحرك يستعينون بالمتوسطات المتحركة للأسعار السائدة خلال فترة زمنية معينة تكون طويلة نسبيا لإستعاب الحركات الفجائية والعرضية للأسعار.

فخرائط المتوسطات المتحركة تساعد على اتخاذ قرار شراء أو بيع الأوراق المالية. فبالنسبة لقرار الشراء فهو يتخذ استنادا لخريطة المتوسطات المتحركة إذا توفرت فيها الشروط الثلاث التالية:[1]

- سعر السهم والمتوسط المتحرك يتجهان اتجاها صعوديا أي نحو الارتفاع.
- السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود.
- يجب أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود إلى الارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

والشكل الموالي يوضح خريطة المتوسط المتحرك ومنطقة اتخاذ قرار الشراء.

شكل 3-7: خريطة تظهر تطور الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة



المصدر: عبد الباسط وفاء حسن، 1996، مرجع سابق، ص: 166.

من خلال هذا الشكل التوقيت مناسب لاتخاذ قرار الشراء، وذلك لكون الأسعار انقلبت من الهبوط إلى ارتفاع مستمر وهذا ما يوحي بالوضعية الجيدة للسهم في السوق.

أما بالنسبة لقرار البيع فيتخذ استنادا لخريطة المتوسطات المتحركة إذا توفرت فيها الشروط التالية:[2]

- يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متجها نحو النزول.

---

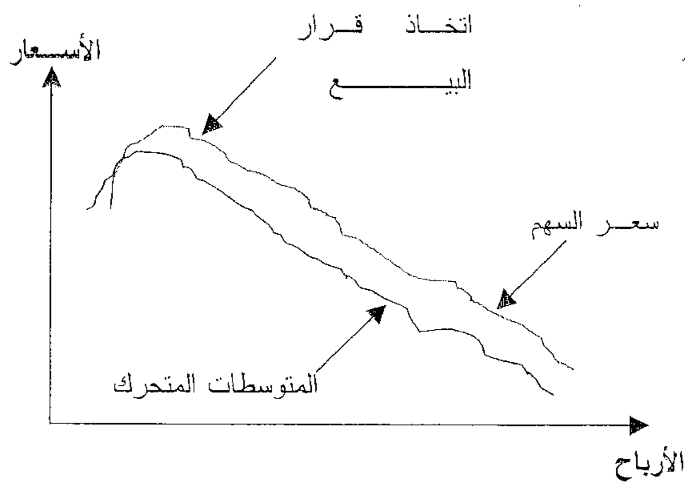
[1]- محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، 2002، مرجع سابق، ص:165.

[2]- نفس المرجع، ص: 166.

- السعر الفعلي للسهم يكون أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه للهبوط.
- السعر الفعلي للسهم يكون المتوسط المتحرك أعلى من السعر الفعلي الذي يتجه للارتفاع ثم يعود مرة أخرى للهبوط.

والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل 3-8: خريطة توظح انخفاض الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة.



المصدر: عبد الباسط وفاء حسن، 1996، مرجع سابق، ص: 167.

من خلال هذا الشكل فالتوقيت مناسب لاتخاذ قرار البيع، وذلك لكون الأسعار انتقلت من الصعود إلى الهبوط، وهو ما يوحي بأن السوق الهبوطية قد بدأت.

المبحث الثالث: التحليل الأساسي للمعلومات

يهـــتم التحلـــيل الأساسي للمعلومات بتحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشـــركة التي ينتمي إليها السهم المزمع تقييمه، وذلك من خلال تحليل مختلف المعلومات الخارجية -المؤثرة في الشركة- والداخلية، بهدف الوقوف على حالة ربحية الشركة حاضرا ومستقبلا، وكذا حجم المخاطر التي تعـــود لهـــا تلك الربحية من أجل تحديد السعر العادل للورقة المالية التي تصدرها الشركة، وبناء على ذلك سوف يتم في هذا المبحث تناول أهم مرتكزات المحلل الأساسي أثناء قيامه بتحليل المعلومات من خلال:

- تحليل الظروف الاقتصادية؛
- تحليل ظروف الصناعة؛
- تحليل ظروف الشركة.

المطلب الأول: تحليل الظروف الاقتصادية

يقـــوم تحلـــيل الظروف الاقتصادية على تحديد العوامل الاقتصادية التي لها تأثير على قيم الأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد وتحليل المتغيرات والمؤشرات الموالية:

- المتغيرات الاقتصادية الأساسية؛
- مؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية.

1- المتغيرات الاقتصادية الأساسية -الكلية-

يمكن استعراض أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال ما يلي:

1-1- الناتج المحلي الإجمالي

وهـــو مجمـــوع السلع والخدمات المنتجة محليا، والتقارير الخاصة بحجم الناتج المحلي الإجمالي لها تأثـــيرات إيجابية أو سلبية على أسعار الأوراق المالية في السوق، فبالإعلان مثلا عن زيادة غير متوقعة في معـــدل نمـــو النشـــاط الاقتصـــادي الحقيقي، يمكن أن يؤدي إلى تفاؤل مستقبلي مما يزيد من حركة التعامل بـــالأوراق المالية -خاصة الأسهم- وارتفاع أسعارها، لذلك نجد أن المحلل المالي يسعى دائما إلى معرفة ما إذا كان هناك نمو في حجم الناتج المحل، وما هو مصدر ذلك النمو لاختيار القطاعات الجيدة للاستثمار فيها.

2-2- السياسة النقدية

تتمثل في درجة سيطرة الدولة على كمية النقود المتداولة -المعروضة- من خلال الإجراءات الرقابية الممارسة من طرف البنك المركزي عن طريق ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، أسعار إعادة الخصم ونسبة الاحتياط القانوني[1]. والسياسة النقدية تعتبر عامل مؤثر في حركة تداول الأوراق المالية وتطور أسعارها في السوق، انطلاقا من مبدأ انتقال الصدمات النقدية إلى مختلف الأسواق حسب ما يراه الكنزيون والتقليديون على حد السواء[2]. وزيادة المعروض من النقود بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار الحقيقي، يقود إلى زيادة حجم التداول على مستوى أسواق الأوراق المالية وانتعاش أسعارها. أما زيادة المعروض من النقود المصحوبة بارتفاع أسعار السلع وزيادة التضخم، فيؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار، الذي يستخدم كمعدل خصم في معادلة تسعير الأوراق المالية، وهو ما ينجم عنه انخفاض أسعار الأوراق المالية. لذلك لابد على المحلل المالي أن يتنبأ بالتأثير الصافي لزيادة المعروض النقدي على أسعار الأوراق المالية[3].

إلا أن هناك من يرى بأن أسعار الأوراق المالية هي التي تتحكم في السياسة النقدية للدولة، مثل ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية سنة1991، إذ انخفضت أسعار الأوراق مما أدى إلى ظهور أصوات تنادي بخفض سعر الفائدة من خلال زيادة عرض النقود.

1-3- السياسة الضريبية

يتعارف على السياسة الضريبية بأنها مجموع التدابير ذات الطابع الضريبي الهادفة إلى تمويل الإنفاق الحكومي من جهة والتأثير في الوضع الاقتصادي من جهة أخرى[4]. لذلك تعد من أهم الوسائل التي تؤثر بها الدولة على سوق الأوراق المالية، فإذا لجأت الدولة إلى تخفيض معدل الضرائب على أرباح الشركات أو إعفاءات ضريبية أو منح امتيازات في مناطق جغرافية معينة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها وانتعاش أسواقها.

ويأتي دور المحلل المالي في دراسة السياسة الضريبية التي تتبعها الدولة أو المزمع أن تتبعها لمعرفة آثارها على أسعار الأوراق المالية بصفة عامة.

1- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 53 وما بعد.

2- النقديون والكنزيون اتفقوا حول مبدأ انتقال الصدمات النقدية إلى الأسواق الأخرى، إلا أنهم اختلفوا حول أسس وآليات الانتقال، الكنزيون يرون بأن الانتقال يكون غير مباشر ومن خلال التباين في عوائد الموجودات المختلفة في السوق، بينما النقديون يرون بأن الانتقال يكون مباشر ويؤثر في الموجودات الحقيقية في الاقتصاد لينتقل إلى الموجودات المالية الأخرى.

3- حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص ص: 177- 178.

4- عبد المجيد قدي، 2003، مرجع سابق، ص: 139.

1-4- معدل التظخم

من خلال المتغيرات السابقة يلاحظ أن هناك علاقة بينها وبين التظخم والذي يكون له آثار سلبية على حـــركة الأوراق المالية وأسعارها في السوق، فكلما أدت المتغيرات السابقة إلى زيادة التضخم يكون انعكاس ذلـــك ســلبا علـــى أسعار الأوراق المالية[1]. وذلك ما أشار إليه فاما FAMA في دراسة صدرت له في عام 1981، إذ اعتبر أن عوائد الأسهم -أسعار الأسهم بالتبعية- ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، ففي حالة توقع ارتفاع في النشاط الحقيقي استجابة لصدمة حقيقية إيجابية فسوف تزداد عوائد الأسهم ومن ثم أسعارها، وفي نفـــس الوقت فإن الزيادات المستقبلية في النشاط الحقيقي سوف تساهم في زيادة الطلب على النقود مما يؤدي إلـــى انخفـــاض معدلات التضخم. أما إذا حدث العكس وانخفض النشاط الحقيقي نتيجة لصدمة حقيقية سالبة، فســوف تنخفض عوائد الأسهم وكذا ينخفض الطلب على النقود، وفي ظل سياسة البنك المركزي الرامية إلى إحداث استقرار في نمو عرض النقد، فإنه سوف يقوم بإصدار النقود ومن ثم يزداد معدل التضخم، وهذه هي الترجمة الحقيقية للعلاقة العكسية بين معدلات التضخم وأسعار الأسهم انطلاقا من عوائدها[2].

1-5- سعر الصرف

مـــع دخـــول العالم إلى مرحلة متقدمة من العولمة فقد زاد تأثير المتغيرات الاقتصادية العالمية على الاقتصـــاديات المحلـــية، خاصة مع ما واكب ذلك من تطبيق الاتفاقيات الدولية، وزيادة المنافسة طبقا لآليات الســـوق الحـــر والخصخصـــة، بما أدى إلى تعدد أهمية سعر الصرف كأحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية المؤثـــرة على أسعار الأوراق المالية وما أزمة جنوب شرق أسيا إلا أحسن دليل على ذلك. لذلك فيجب على المحلل المالي دراسة سعر الصرف ومختلف العوامل المؤثرة فيه وأهم تقلباته وتأثيرها على أسعار الأوراق المالـــية بصـــفة عامـــة، خاصـــة إذا كانـــت الورقة المالية تنتمي إلى صناعات مرتبطة بقطاعات التصدير والاستيراد.

2- المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في التنبؤ بالظروف الاقتصادية

بعـــد أن تعرفنا على المتغيرات الاقتصادية المحلية وتأثيرها على سوق الأوراق المالية، نتحدث الآن عـــن المهمـــة الأساسية للمحلل المالي -الّذي يؤمن بالتحليل الأساسي- والمتمثلة في التنبؤ بالنمو الاقتصادي الحقيقـــي وذلك بعد استبعاد التضخم، ومن ثم تأثيره على اتجاه أسعار الأوراق المالية في السوق، من خلال مجموعة من المؤشرات يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع:[3]

---

[1]- حامد العربي الحضيري، 2000، مرجع سابق، ص ص: 178- 179.

[2]- فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، ص ص: 77- 78.

[3]- نفس المرجع، ص ص: 139-140.

2-1- المؤشرات القاعدية أو المحكمة

وهـــي متغيرات اقتصادية تسبق في حركتها تقلبات مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى يكون التغير فيها سابقا للتغيير الذي يطرأ على الحالة الاقتصادية العامة التي يعكسها إجمالي الدخل الوطني، ومن بين هذه المؤشرات نجد:[1]

- متوسط عدد ساعات العمل للمنتج أسبوعيا.
- متوسط عدد متطلبات التأمين ضد البطالة الأسبوعية.
- قيمة أوامر الإنتاج التي تتلقاها مصانع إنتاج المواد الخام والسلع الاستهلاكية.
- تصاريح ورخص بناء المساكن الجديدة.
- الكمية المعروض بالأسواق من النقود.
- مؤشر بورصة الأوراق المالية مثل مؤشر S&P500.

هـذا وقد استطاعت المؤشرات السابقة التنبؤ بالكساد الّذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في عام1990.

2-2- المؤشرات المتزامنة

وهـــي متغيرات سيرها متزامن مع الأحداث، فيظهر فيها التغيير خلال نفس الفترة التي يحدث فيها تغيير في الظروف الاقتصادية العامة، ومن بين هذه المؤشرات نجد:[2]

- عدد العاملين المسجلين في أنشطة غير زراعية.
- وصافي دخل الفرد.
- حجم النشاط الصناعي والتجاري.
- حجم الدين الخارجي.
- معدل النمو الاقتصادي.

2-3- المؤشرات المتخلفة زمنيا

وهـــي متغـــيرات يظهـــر عليها التغيير بعد وقوع تغير في الحالة الاقتصادية العامة، ومن أهم هذه المتغيرات نجد:[3]

- متوسط فترة البطالة، والتغير في مؤشرات أسعار الاستهلاك -معدل التضخم-.
- نسبة المخزون الصناعي والتجاري إلى المبيعات.

---

[1]- حامد العربي الحضيري، 2000، مرجع سابق، ص: 181.
[2]- نفس المرجع، ص: 181.
[3]- محمد عبده محمد مصطفى، 1998، مرجع سابق، ص: 54.

- نسبة التغير في تكلفة العمل.
- متوسط سعر الفائدة المميز الّذي تعطيه البنوك للعملاء الممتازين.

المحلل المالي يعتبر بأن مجموعة المؤشرات القاعدية هي الأهم، لكون الاهتمام الأساسي لأي محلل هو التنبؤ بالظروف الاقتصادية لمعرفة تأثيرها المتوقع على أسعار الأوراق المالية. كذلك نجد هذه المجموعة تتضـــمن مؤشر بورصة الأوراق S&P500، وقد أثبتت التجارب بأن أسعار البورصة مؤشر لتغيير الحالة الاقتصادية.[1]

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

يـــنطوي تحلـــيل ظروف الصناعة على تعريف الصناعة وتصنيفاتها والجوانب الأساسية في تحليل ظـــروفها، وكـــذا مختلف الأدوات المستعملة في تحليلها من أجل الوقوف على انعكاساتها على قيم الأوراق المالية في السوق، لذا سوف يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى النقاط الموالية:

- أهمية تحليل ظروف الصناعة؛
- الإطار الأساسي لتحليل ظروف الصناعة؛
- أدوات تحليل ظروف الصناعة.

1- أهمية تحليل ظروف الصناعة

تعتبر عملية تحليل ظروف الصناعة مهمة في حالة كون أداء الصناعات المختلفة يتميز بالتباين عبر الزمـــن، وأداء الصـــناعة الواحدة يتسم بالاستقرار في نفس الوقت، وكذا في حالة ما إذا اتسم أداء الشركات داخـــل كـــل صناعة بالتماثل، لدرجة تمكن من معرفة الصناعات التي تتميز بمستوى عائد مرتفع، ومن ثم التركيز على تحليل ظروف الشركة أو الشركات التابعة لتلك الصناعة دون الأخرى. فإذا تم استخلاص تماثل بيـــن ربحية المؤسسات مع متوسط ربحية الصناعة، فهنا يكون على المستثمر اختيار وتحديد الصناعة التي يـــتوقع لهـــا النمو والازدهار، ثم يختار عشوائياً الشركات التي يوجه إليها جزء من مخصصاته الاستثمارية بشراء أوراقها المالية.

2- الإطار الأساسي لتحليل ظروف الصناعة

ينطوي الإطار الأساسي لتحليل ظروف الصناعة على ما يلي:

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 54 -55.

2-1- تعريف الصناعة

يختلف تعريف الصناعة باختلاف الهدف الّذي يرمي إليه المحلل، حيث يمكن تعرفها على أساس المنتج الذي تقدمه أو على أساس مصدر المنافسة التي تواجهها...الخ. وفي إطار هذه الدراسة فإن المقصود بالصناعة: "هي مجموعة الشركات التي تقوم بإنتاج سلع أو خدمات متشابهة، وبالتالي تواجه ظروف اقتصادية، اجتماعية، قانونية وتكنولوجية متشابهة ومن ثم تقترب من بعضها من حيث العائد والمخاطرة"[1].

فالصناعة هي عبارة عن توزيع نوعي لمجالات الاستثمار المختلفة، حيث يكون لكل مجال من المجالات الاستثمارية سمات خاصة تتأثر بالاتجاهات الاقتصادية، وهو ما يتطلب تحليل أثر هذه الاتجاهات على كل نوع من أنواع الصناعات ومن ثم على الشركة وعلى أوراقها المالية.

2-2- تصنيفات الصناعة

يمكن تصنيف الصناعات إلى مجموعات عدة وفقا لما يلي:[2]

2-2-1- الصناعات المتنامية

وهي تلك الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرد، وبمعدل يفوق معدل النمو الاقتصادي الوطني ككل، ويرتبط وجودها غالبا بمرحلة تحول تكنولوجي.

2-2-2- الصناعات المرتبطة بالدورات

ويقصد بها تلك الصناعات التي تتأثر تأثرا شديدا بالظروف الاقتصادية السائدة، فهي تزدهر مع ازدهار الاقتصاد وتركد مع ركود.

2-2-3- الصناعات الدفاعية

ويقصد بها الصناعات التي تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد، وتنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الّذي قد يصيب الاقتصاد.

2-2-4- الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات

ويقصد بها الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، ففي الظروف العادية يسير معدل نموها مع معدل نمو الاقتصاد الوطني أما في الظروف غير العادية فيفوق معدل نموها معدل نمو الاقتصاد الوطني.

2-3- الجوانب الأساسية في تحليل ظروف الصناعة

هناك جوانب عدة يمكن أخذها بعين الاعتبار في تحليل ظروف الصناعة منها:

1- نفس المرجع، ص: 63.

2- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ص: 167- 169.

2-3-1- التحليل التاريخي للمبيعات

يعتبر تحليل هذه البيانات أول خطوة لتنبؤ بمستقبل الصناعة، فتحليل تغير نمو المبيعات بين الماضي والحاضـــر من شأنه أن يساعد على الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، ومن قدراتها علــى مواجهــة فــترات الكساد. كما يضيف في هذا الشأن راد كليف "RadCliffe" أن للاستقرار في نمو مبــيعات الصناعة عبر الزمن أهمية خاصة، فكلما زادت درجة التقلب في معدل النمو، كلما كان ذلك يعني زيادة مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة[1].

وفــي حالــة كــون معدل نمو الأرباح لا يتماشى مع معدل نمو المبيعات، فإنه يتطلب القيام بتحليل التكاليف لمعرفة هامش الربح ومعدل العائد على حقوق الملكية، وهذا باستخدام مختلف النسب المالية.

2-3-2- حجم الطلب وحجم العرض

ومــن الجوانب المهمة التي يعنى بها التحليل الأساسي، ضرورة التعرف على حجم الطلب والعرض على منتجات الشركة، ومدى تأثيرهما على أسعار أسهمها.

2-3-3- طبيعة المنتجات

ينبغــي علــى المحلل الأساسي عند تحليل ظروف الصناعة الاهتمام بطبيعة المنتجات، ذلك أن هذه الأخيرة من العوامل الهمة المؤثرة على أسعار أسهم الشركة.

2-3-4- تأثير الحكومة[2]

يمكــن للحكومــة أن تؤثــر على الصناعة ومن ثم على الشركة، من خلال تدخلها لتسيير الاقتصاد والعمل على تحقيق الاستقرار الاقتصادي وخلق ظروف ملائمة للاستثمار.

2-3-5- العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح[3]

تعتــبر العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح عامل مهم ينبغي أن ينال اهتمام محلل ظروف الصناعة، فــإذا رأى المحلــل بأن أسعار الأسهم بلغت مستويات عالية لا تبررها الأرباح المستقبلية للمؤسسة فإن قرار الاســتثمار في ذلك السهم يكون خاطئا، والعكس بالطبع في حالة كون الأسعار أقل من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه في ضوء الأرباح المتوقعة التحقيق.

3- أدوات تحليل ظروف الصناعة

هناك العديد من أدوات تحليل ظروف الصناعة، يمكن ذكر أهمها في ما يلي:

1- R. Radcliffe, Investment: concepts analyisis and strategy, Foresman & comp, Scott, 1982, p: 489 in

نفس المرجع، ص: 170.

2- محمد عبد القادر عطية، الإتجاهات الحديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 169.

3- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص ص: 174-175.

3-1- دورة حياة الصناعة

ويقصد بها حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، وتمر دورة حياة الصناعة بأربعة مراحل، وفقا للشكل الموالي:

3-1-1- مرحلة الظهور

وهي مرحلة ظهور أو إطلاق المنتج الجديد، وتتميز هذه المرحلة بمبيعات منخفظة بسبب عدم معرفة السوق لهذا المنتج، وكذلك بسبب ارتفاع تكاليف البحث والتطوير لتحسينه والدعاية حوله.

ويؤكـد كـل مـن هيونج ورندال بأنه من الضروري في هذه المرحلة توخي الحذر في اتخاذ قرار الاستثمار، بل ومن الأفضل توزيع الاستثمار على أكبر عدد ممكن من الشركات في هذه الصناعة للتقليل من المخاطر.[1]

3-1-2- مرحلة النمو السريع

وهـذه المرحلة تأتي بعد نجاح مرحلة الإطلاق أو الظهور، وتتميز بزيادة نمو المبيعات والأرباح التي يعاد اسـتثمارها لـتطوير المنتج بشكل سريع ، كما تتميز هذه المرحلة بازدياد عدد المشاركين في تلك الصناعة، فيزداد العرض وتنخفض الأسعار.

لذلـك ينصـح المحلل المالي بتوخي الحذر في القرارات الاستثمارية في هذه المرحلة لكون بعض الشركات لا يمكنها تخطي هذه المرحلة، أو لكون أسعار الأسهم في هذه المرحلة مرتفعة بما يؤدي إلى ارتفاع غير حقيقي لقيمة الشركة وهذا من المخاطر الواجب تجنبها.[2]

3-1-3- مرحلة النضج أو الاستقرار

فـي هـذه المـرحلة يـأخذ كل منافس حصة من السوق التي بلغت حد التشبع، فتستقر فيها مبيعات المنـتوجات ويـنخفض هـامش الربح. لذلك يرى البعض بأنه من الأفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر اسـتثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضج، رغم تميز عائدها بدرجة أقل من عائد المرحلة التي سبقتها.[3]

3-1-4- مرحلة الزوال أو الأفول

وتتميز هذه المرحلة بتقلص أسواق المنتج مما يؤدي إلى تحويط الصناعات باستثناءات أخرى أكثر تطورا أو أفضل نموا، وبذلك تتضاءل فرص الاستثمار في هذه الصناعة.

---

[1]- S. Hung & M. Rondall, <u>Investment analysis and management</u>, Allyn & Bacon, Boston,1987, p: 187 in

نفس المرجع، ص: 179.

[2]- محمد عبده محمد مصطفى، 1998، <u>مرجع سابق</u>، ص: 79.

[3]- <u>نفس المرجع</u>: ص: 178.

3 -2- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة

يقـوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على المنتجات الصناعية بهدف معرفة العوامل المؤثـرة فـي ذلك الطلب، والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة، ومن الأساليب السائدة في التنبؤ:[1]

- طـرق كيفية، مثل: دراسة المؤشرات الاقتصادية العامة، طرق جمع تقارير رجال البيع، طرق استشارية (طريقة دلفي)...إلخ.
- طرق كمية، مثل: تحليل السلاسل الزمنية، معدل الارتباط وطريقة المربعات الصغيرة...إلخ.

المطلب الثالث: تحليل ظروف الشركة

بعدما يتم تحليل ظروف الصناعة واختيار الصناعة الواعدة التي تتميز بنمو معتبر، يأتي التحليل الموالي لاختيار الشركة التي تتمتع باحتمال نمو جيد من مجموع شركات الصناعة الواحدة، ويهدف هذا التحليل إلى تحديد مراكز القوة والضعف للشركة وانعكاساتها على قيمة أوراقها المالية، وذلك من خلال ما يلي:

- تحليل المركز المالي للشركة؛
- التحليل الإداري للشركة.

1- تحليل المركز المالي للشركة

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة من الأدوات الضرورية التي يمكن الاستعانة بها من أجل تقييم وضعها المالي، ومدى تأثيره على قيمة أوراقها المالية، ويمكن استعراض البعض من هذه الأدوات من خلال ما يلي:

1-1- القوائم المالية المقارنة

يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات الحادثة فيها خلال فترة معينة، فهذه المقارنة تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين لسنتين متتاليتين لنفس الشركة، أو مقارنة بنود ميزانية شركة ما مع شركات أخرى من نفس الصناعة أو مع متوسط عائد الصناعة، وتكون المقارنة بالوحدة النقدية وكذا بالنسب المالية، وقد يعاب على هذه الطريقة أنها تتأثر بعاملين هما:

- القيمة التاريخية للأصول والتي لا تعكس بالضرورة القيمة الحقيقية لأصول الميزانية، فهذا عامل قد يؤثر على عملية المقارنة بين فترتين متتاليتين أو بين مؤسستين.[1]

---

[1]- محمد فركوس، الموازنات التقديرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص ص : 27-33.

- عدم دقة تقييم بعض بنود الميزانية، مما يؤثر سلبا على استخدام القوائم المالية في التحليل.[2]

1-2- التحليل بواسطة النسب المالية

يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أكثر الوسائل استخداما لتقييم الأداء المالي للشركة، وتنقسم هذه النسب إلى عدة مجموعات وفق ما يلي:

1-2-1- نسب السيولة

تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل، وفي هذا الصدد هناك ثلاث نسب:[3]

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{قيم جاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

فكلما زادت هذه النسب دل ذلك على زيادة السيولة، ولكن يجب مقارنتها مع متوسط نسبة الصناعة لأن زيادة السيولة على الحد اللازم يضيع على الشركة فرص بديلة للربح.

1-2-2- نسب النشاط

وتقيس هذه النسبة كفاءة إدارة الأصول، أي مدى قدرة الإدراة على توليد المبيعات مما لديها من أصول، ومن هذه النسب نجد:[4]

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{الأصول}}$$

1- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 84.

2- A. Kovacs, Comprendre la bourse, guide pratique pour la gestion de votre porte feuille d'action, Les éditions de l'organisation, Paris, 1984, pp: 33-37.

3- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدراة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص: 93-95.

4- محمد عبده محمد مصطفى، 1998، مرجع سابق، ص ص: 112-113.

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

يأخذ رقم الأعمال خارج الرسوم، وكلما انخفضت هذه النسب دل ذلك على زيادة كفاءة دراجة فعالية استعمال أو تسيير عناصر رأس المال الاقتصادي أي الموجودات بالشركة.

1-2-3- نسب المديونية

تقيس هذه النسب مدى سلامة الهيكل التمويلي للشركة ومقدار ما تتعرض له الديون من مخاطرة مالية، وفي هذا الصدد هناك ثلاث نسب هي:

$$\text{نسبة الديون} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأموال}}$$

يجب مقارنة هذه النسبة مع متوسط نسب الصناعة.

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{إجمالي الأموال}}$$

تدل هذه النسبة على مدى الاستقلالية المالية للشركة.

$$\text{معدل تغطية الفوائد(مرة)} = \frac{\text{مصاريف مالية}}{\text{رقم الأعمال}}$$

كلما زادت هذه النسبة دل ذلك على زيادة قدرة الشركة على خدمة الديون.

1-2-4- نسب المردودية

تقيس هذه النسب مدى قدرة الأموال الخاصة الموظفة في الشركة على توليد عوائد مالية وكذا توليد الأرباح، ومن هذه النسب نجد:

$$\text{المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{رقم الأعمال}}$$

وتعني هذه النسبة ما يتبقى للشركة من كل مائة دينار مبيعات بعد خصم النفقات.

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الخصوم}}$$

وتبين هذه النسبة مدى فعالية الوسائل المستخدمة من طرف الشركة.

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وتدل على نصيب كل مائة دينار مستثمرة من الأموال الخاصة لأصحاب الشركة من أرباح صافية.

1-2-5- نسب السوق

وهذه النسب تمزج بين البيانات المحاسبية والمعلومات المالية الخاصة بسوق الأوراق المالية ويمكن تقسيم هذه النسب إلى الأنواع الموالية:[1]

$$\text{غلة التوزيعات} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

يتوقف قبول المستثمر لنتائج هذه النسبة على الأهداف التي يسعى إليها، فإذا كان المستثمر يعمد إلى تغطية نفقاته اليومية، فإنه سوف يوجه استثماره للمشاريع ذات الغلة المرتفعة.

$$\text{غلة السعر إلى الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم}}$$

وتكشف هذه النسبة عن تقييم المتعاملين للسهم في السوق.

[1] - منير إبراهيم هندي،1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 193.

1-3- تحليل دي بونت[1]

1-3-1- النموذج البسيط لتحليل دي بونت

هذا التحليل ينصب على الربحية لمعرفة مصادرها -السيولة، كفاءة الأصول ومستوى المديونية-، فهو يشتمل على جميع مجالات التحليل المالي ويعطي المحلل المالي قدرة على التشخيص السليم و التحليل السريع و المنطقي للاتجاهات المالية للشركة، ويمكن صياغة معادلة دي بونت على النحو الموالي:

$$\text{معدل العائد على الأموال الخاصة} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

1-3-1- توسيع نموذج دي بونت

وبصفة أدق يمكن كتابة المعادلة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على الأموال الخاصة} = \text{معدل العائد على الأصول} + \frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأموال الخاصة}} \left(\text{معدل العائد على الأصول} - \text{تكلفة الإقراض}\right)$$

حيث:

معدل العائد على الأصول: مردودية الأصول.

تكلفة الإقراض: سعر الفائدة على القروض.

2- التحليل الإداري للشركة[2]

بعد تحليل المركز المالي للشركة يقوم المحلل المالي بتحليل الجوانب الإدارية للشركة المتعلقة بإستراتيجيتها التنافسية وتحليل مختلف نقاط قوتها وضعفها، وكذا الفرص والتهديدات التي تؤثر على أرباحها ونمو توزيعاتها، وذلك من خلال مايلي:

2-1- تحديد إستراتيجية الشركة بخصوص المنافسة

بعد قيام المحلل المالي بتحديد هيكل المنافسة التي تحيط بالمؤسسة يقوم على ضوء ذلك بتحديد الاستراتيجية التي تتبعها الشركات المنافسة، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من الإستراتيجيات، هما:

---

[1]- خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية، دار ميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2000، ص ص: 341-347.

[2]- محمد عبده محمد مصطفى، 1998، مرجع سابق، ص ص: 132-135.

2-1-1- الإستراتيجية الدفاعية

بموجب هذه الإستراتيجية توضع بموجبها الشركة في موقف يجعلها تستفيد من قدراتها وإمكانياتها في إيجاد أفضل السبل للابتعاد عن التأثيرات السلبية للقدرة التنافسية.

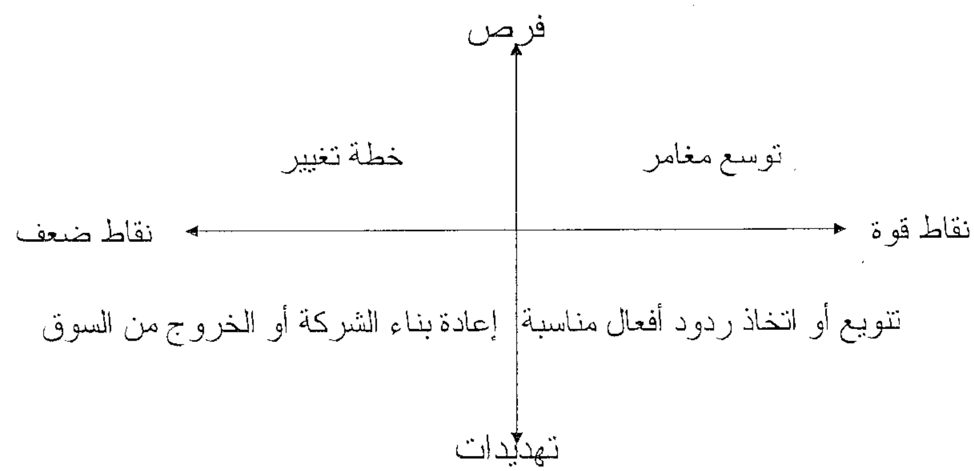
2-1-2- الإستراتيجية الهجومية

بموجبها تتخذ الشركة وضعا يمكنها من استغلال إمكانياتها ونقاط القوة التي تمتاز بها للتأثير على قوى المنافسة الأخرى.

2-2- تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف SWOT

وهذا التحلي يعتبر أهم الأدوات المستخدمة في تحليل الوضع التنافسي للشركة، ويمكن توضيحه في الشكل الموالي:

الشكل 3-2: تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف SWOT



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، 1998، مرجع سابق، ص: 125.

من خلال هذا التحليل يمكن للمحلل المالي تقييم إستراتيجية الشركة لاستغلال نقط قوتها أي مزاياها التنافسية أو التخلص من نقاط ضعفها أي تهديدات عناصر البيئة الخارجية للشركة.

خاتمة الفصل الثالث

تناول هذا الفصل مختلف المعلومات اللازمة والمساعدة على تقييم الأوراق المالية وكذلك مختلف جوانب التحليل الفني والأساسي لهذه المعلومات.

وتنقسم المعلومات الكاملة والدقيقة والمساعدة على عملية التقييم إلى نوعين، معلومات خارجية وتخص كل من الظروف الاقتصادية الدولية والمحلية السائدة ومختلف ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، والتي يلعب توفرها دورا هاما في تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد، ومعلومات داخلية يتم الإفصاح عنها في شكل قوائم مالية تساعد المتعاملين بعد تحليلها في تحديد ربحية الشركة ومعدل العائد المطلوب للاستثمار. ومصادر الحصول على هذه المعلومات متنوعة فمنها ما يفصح عنه في شكل مطبوعات حكومية ومنها يظهر في شكل مجلات متخصصة أو غير متخصصة، ومنها ما يظهر أيضا في شكل قوائم مالية للشركات. وحتى تكون هذه المعلومات مفيدة وتبعد السوق عن كل مظاهر المضاربة الغير علمية الشيء الذي يؤثر على قيم الأوراق المالية، لا بد لها أن تتسم بجملة من الشروط والمواصفات مثل الدقة والتماثل والشفافية.

وتحليل هذه المعلومات يمكن أن يتم عن طريق التحليل الفني الذي يركز على دراسة السجل الماضي لتغير السعر الذي تباع به الأوراق المالية بهدف اكتشاف نمط لهذه التغيرات، بغية استخلاص نتائج تفيد في معرفة ما سيكون عليه سعر الورقة المالية مستقبلا. وذلك يتم انطلاقا من مجموع أدوات وتقنيات منها الخاصة باتجاه حركة السوق ومنها الخاصة باتجاه حركة الورقة المالية. والتحليل الفني الذي يتعامل مع سعر الورقة المالية كسعر أي سلعة يخضع لتفاعل قوى العرض والطلب، يبتعد كل البعد عن المبادئ التي يقوم عليها التحليل الأساسي خاصة منها ما يتعلق بكفاءة سوق الأوراق المالية، والتي في ظلها ينظر إلى التحليل الفني أنه بعيد عن الواقع. فالتحليل الأساسي يهتم بتحليل ودراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة، ومعرفة مدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، ويهتم أيضا بتحليل الشركة ذاتها من أجل الكشف عن المعلومات التي تفيد التنبؤ بربحية الشركة المستقبلية التي تعتبر حجر الأساس في عملية التقييم.

الفصل
الرابع
طرق تقييم
الأوراق المالية

الفصل الرابع: طرق تقييم الأوراق المالية

بعدما يتم تحليل المعلومات وفق التحليل الأساسي المنطلق من مبدأ سوق الأوراق المالية الكفاءة، واستنتاج مختلف العوامل الداخلية والخارجية للشركة التي يمكن أن تؤثر في قيمة أوراقها المالية التي عادة ما تترجم من خلال العوائد والمخاطر، تأتي الخطوة الموالية لعملية التقييم والمتمثلة في تقييم الأوراق المالية وفق طرق عدة تختلف عن بعضها باختلاف السوق الممارسة فيها، وكذلك الأهداف المرجوة منها.

وطرق تقييم الأوراق المالية تختلف في السوق الأولية عن السوق الثانوية، ففي السوق الأولية هناك طرق عدة تقوم على مبدأ تقييم الورقة المالية انطلاقا من الوصول إلى قيمة الشركة ككل، ويكون الهدف منها حسب هذه الدراسة هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للشركة ثم القيمة الحقيقية للورقة المالية عند الإصدار، ليتم مقارنتها مع سعر الإصدار. أما في السوق الثانوية فهناك طرق مختلفة للتقييم تسعى للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية مباشرة.

ومن أجل توضيح هذه الطرق ومختلف المبادئ والمفاهيم التي تنطلق منها سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث الموالية:

- مفاهيم أساسية مستخدمة في التقييم؛
- التقييم على مستوى السوق الأولية؛
- التقييم على مستوى السوق الثانوية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية مستخدمة في التقييم

سيتم تناول هذا المبحث من خلال المفاهيم التالية:

- العائد؛
- المخاطرة؛
- معدل الخصم.

المطلب الأول: العائد

هناك عدة مفاهيم للعائد من الاستثمار في الأوراق المالية نذكر البعض منها، وفقا لما يلي:

- العائد المحقق من الأسهم؛
- العائد المتوقع؛
- العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسند؛
- عائد السوق.

1- العائد المحقق من الأسهم

هـو العائد المؤكد الذي حصل عليه المستثمر فعلا نتيجة استثماره في الأسهم، ويعبر عن التوزيعات الفعلية التي حصل عليها المساهم من الشركة مضافا إليها التغير في سعر السهم بالسوق مع قسمة الكل على سعر الحيازة.[1]

ويتم حساب معدل العائد المحقق من الأسهم وفقا للعلاقة الموالية:

$$R=\frac{D+(P_1-P_0)}{P_0}$$

حيث:

R: معدل العائد المحقق من الأسهم.

D: توزيعات الفعلية.

P_0: سعر السهم في اللحظة t_0.

P_1: سعر السهم في اللحظة t_1.

[1]- مجموعة المجرة الدولية، "الاستثمار بين العائد والمخاطرة"، مجلة المساهم، مطابع الدستور التجارية، الأردن، العدد الأول، 1997، ص: 8.

تتحدد التوزيعات حسب الأرباح المحققة وسياسة التوزيع المنتهجة من طرف الشركة.

2- العائد المتوقع

هـو العـائد الغـير مؤكد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة الاستثمار، ونكون بصدد العائد المتوقع عند ادخال عنصر التنبؤ على التوزيعات لتأخذ شكل توزيع احتمالي. ويتم حساب العائد المتوقع وفقا لما يلي:

$$E(R_i)=\sum_{i=1}^{n} R_i P(R_i)$$

حيث:

$E(R_i)$: متوسط العائد المتوقع.

R_i: العوائد المحتملة.

$P(R_i)$: وهي الاحتمالات للعوائد المحتملة.

العـائد المـتوقع قلـيلا ما يتطابق مع العائد الفعلي، فالعائد المتوقع هو الرقم الذي يلخص الجدوى الاقتصـادية من اقتناء سهم معين، بينما نجد العائد الفعلي هو الأدات التي تمكن من تقييم قرار الاستثمار في سهم معين وتوجيهه.

3- العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسند

ويدعـى كذلك بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق أو العائد الصافي، ولحساب هذا العائد يتعين الأخذ بعين الاعتبار كل من المكاسب -خصم- والخسائر -علاوة-، كماي يتعين أيضا معرفة ما إذا تمّ شراء السند بأقل من القيمة المحددة عند موعد الاستحقاق أو بقيمة أكبر من تلك المحصلة في موعد الاستحقاق.[1]

ويحسب هذا العائد على النحو الموالي:

$$RO=\frac{I+(M-P_m)/n}{M+P_m/2}$$

حيث:

RO: معدل العائد المحقق.

I: الكوبون السنوي -فائدة مدفوعة سنويا-.

M: القيمة الاسمية للسند.

[1]- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص: 57.

P_m:القيمة السوقية للسند.

n: الفترة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

هذا في حالة التنازل عند تاريخ الاستحقاق للسند، أما في حالة التنازل قبل هذا التاريخ فإن:

$$RO = \frac{I + (M - P_m) \cdot n + (P_S + P_A)}{M + P_m \cdot 2}$$

حيث:

P_S: سعر التنازل.

P_A: سعر الحيازة.

4- عائد السوق[1]

وهــو متوســط العائد من أوراق مالية لشركات تمثل السوق كله- ويعد كمؤشر للسوق- ويلعب هذا العــائد دورا هامــا في التحليل المالي للاستثمارات، حيث يستخدم لقياس ومقارنة العائد على أي استثمار في ورقــة مالية، فهو يعتبر مؤشرا ونسبة مرجعية يعتمدها المستثمر في الحكم على عائد أوراقه المالية وخاصة منها السندات.

المطلب الثاني: المخاطرة

تعــبر المخاطــرة عــن درجة التذبذب الحاصل في قيمة العوائد المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالــية، وهــي تؤثــر بشكل أساسي في قيمتها باعتبارها تهديدات تحول أمام المستثمر دون تحقيقه للعوائد المــرجوة من الاستثمار فيها، لذلك يرى المقيم بأنها دعامة أساسية لابد له أن ينطلق منها في عملية التقييم، وللتعرف أكثر على المخاطرة سوف نحاول التطرق إليها من خلال مايلي:

- قياس المخاطرة؛
- تقسيم المخاطرة؛
- مصادر المخاطرة؛
- قياس المخاطرة المنتظمة.

[1]- محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص: 282.

1- قياس المخاطرة

يتم قياس المخاطرة وفقا لتقلبات العوائد المتوقعة مرفقة باحتمالات حدوثها، فهناك نوعين من المقاييس التي يمكن أن تعتمد في قياس المخاطرة، وهي:

1-1- المقياس المطلق -الانحراف المعياري-

وهو مقياس إحصائي يقيس مدى تشتت قيمة العوائد المتوقعة، ويمكن حسابه وفق المعادلة الموالية:[1]

$$\delta = \sqrt{\sum P_i \left[R_i - E(R_i)\right]^2}$$

حيث :

δ : الانحراف المعياري.

R_i: العوائد المحتملة.

$E(R_i)$: العائد المتوقع للعوائد المحتملة.

P_i: احتمالات المخاطرة.

1-2- المقياس النسبي[2] -معامل الاختلاف-

يستخدم هذا المقياس في حالة كون العوائد المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالية تختلف عن بعضها البعض، حيث يصبح استعمال الانحراف المعياري كمقياس للمفاظلة بين هذه الأوراق أمر غير صالح، لذلك لابد من قياس المخاطر النسبية لكل ورقة مالية من الأوراق وفقا لمعامل الاختلاف، كمايلي:

$$\gamma = \frac{\delta}{E(R_i)}$$

حيث:

γ: معامل الاختلاف.

فارتفاع مقدار معامل الاختلاف للورقة المالية دليل على ارتفاع درجة مخاطرتها، والعكس صحيح حيث أن انخفاض هذا المعامل دلالة على انخفاض درجة مخاطرتها.

2- تقسيم المخاطرة

تنقسم مخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين:

1- طارق عبد العال حماد، 2000 ، مرجع سابق: بورصة الأوراق المالية، ص: 263.

2- محمد براق، 1999، مرجع سابق، ص ص: 67 -68.

2-1- مخاطرة منتظمة

وهـي تلك المخاطرة التي لا يمكن تجنبها بالتنويع حيث: "تمثل نسبة المخاطرة التي تعود إلى حركة السوق ككل ..... أو هي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الّذي تسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن على أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها في السوق"[1]. وهذه العوامل هي عبارة عن الحالة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية...الخ، التي تؤثر في قيمة الأوراق المالية.

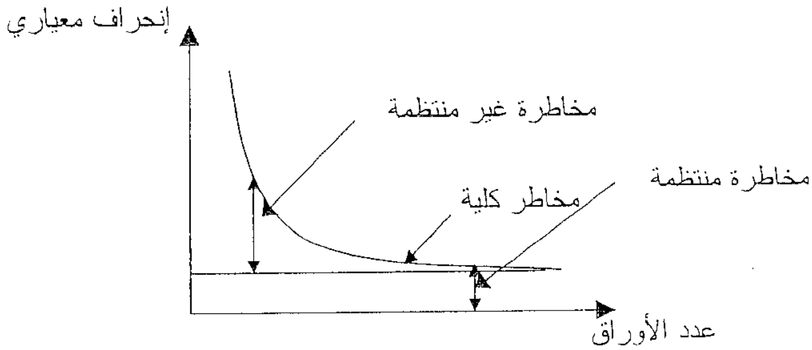
والأوراق المالية التي تتسم بارتفاع المخاطرة المنتظمة لعائدها هي أوراق الشركات التي تكون فيها المبيعات وأسعار الأسهم مسايرة للمستوى العام لنشاط الاقتصادي.[2]

2-2- مخاطرة غير منتظمة

وهي تلك المخاطرة المتعلقة بظروف الشركة المصدرة للأوراق المالية أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، فاصطلاح المخاطرة الغير المنتظمة يعد مرادفا لاصطلاح المخاطرة التي يمكن التخلص منها أو تخفيضها عن طريق التنويع. ونكون بصدد هذا النوع من المخاطرة عندما يكون الارتباط ضعيفا بين مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة وحجم المبيعات وأرباح وأسعار أسهم شركات معينة.[3]

والشكل الموالي يبين حجم كل نوع من أنواع المخاطرة السابقة الذكر من المخاطرة الكلية:

شكل 4-1: أقسام المخاطرة



المصدر: محمد عثمان إسماعيل حميد، 2000، مرجع سابق، ص: 331.

3- مصادر المخاطرة

هناك العديد من المصادر المسببة للمخاطرة بنوعيها المنتظمة والغير المنتظمة، ويمكن ذكر البعض منها في ما يلي:

---

[1]- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: بورصة الأوراق المالية، ص: 266.

[2]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق:أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص ص: 256 -257.

[3]- محمد صبح، 1996، مرجع سابق، ص ص: 79-80.

3-1- مخاطرة سعر الفائدة

تعتبر مخاطرة سعر الفائدة من المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسات المالية خاصة منها العاملة في مجـال الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وذلك نتيجة للتغيرات التي تحدث في معدل الفائدة -يعتقد البعض أنـه بالإمكـان تفادي مخاطر سعر الفائدة بشراء أوراق مالية قصيرة الأجل-، ولتوضيح ذلك يمكن تفصيل مخاطرة سعر الفائدة إلى ما يلي:[1]

3-1-1- مخاطرة السعر

وهـي المخاطرة التي قد تواجهها المؤسسات المالية إذا انخفض معدل استثمار الأموال في الأصول المالـية عن تكاليف إعادة التمويل، ففي هذه الحالة تكون المؤسسات المالية عرضة لهذا النوع من المخاطرة إذا كان العمر الاسمي للإلتزاماتها أكبر من العمر الاسمي لأصولها المالية.

3-1-2- مخاطرة القيمة السوقية

وهي المخاطر الناجمة عن التقلبات التي تحدث في القيمة السوقية للأصول المالية والالتزامات بسبب تغير سعر الفائدة.

3-2- مخاطرة السوق

وهي تلك المخاطرة التي تنشأ من جراء ارتفاع أو انخفاض في القيمة السوقية للأوراق المالية، نتيجة تقلبات اقتصادية- انهيار اقتصادي أو انخفاض في معدل الفائدة أو خسارة الميزان التجاري- أو السياسية أو الاجتماعية في الدولة أو في دول واقتصاديات مجاورة.[2]

3-3- مخاطرة القوة الشرائية[3]

ويقصـد بمخاطـرة القوة الشرائية حالة تراجع القوة الشرائية للمدخرات أو الأموال المستثمرة بسبب التظخم، فحينما يتجاوز هذا المعدل معدلات الفائدة الثابتة، وتصل هذه المخاطرة إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت.

3-4- مخاطرة الإدارة

وهي مخاطرة متعلقة بالقرارات الخاطئة داخل الشركة، والتي من شأنها أن تترك أثارا عكسية على القـيمة السـوقية لـلأوراق المالية، فالبعض من هذه القرارات يكون مقصودا أما البعض الآخر فيكون غير مقصود، إلا أنها تصنف دائما ضمن المخاطرة الغير منتظمة.[4]

---

[1]- السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية بنظرة معاصرة، مركز لغة العصر للكمبيوتر والطباعة، طنطا، 2000، ص: 223.

[2]- J. Barreau & J. Delahaye, Gestion financiere, Dunond, Paris, 10ème édition, 2001, p: 107.

[3]- طارق عبد العال حماد، 2000، مرجع سابق: بورصة الأوراق المالية، ص: 271.

[4]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 260.

3-5- مخاطرة نشاط الأعمال[1]

ويقصد بها درجة التذبذب في ربحية الشركة الناجمة عن التغير في حجم المبيعات لأسباب غالبا ما ترجع لظروف صناعية خاصة بالبيئة التي تنتمي إليها الشركة، أو لأسباب تتعلق بطريقة الإنتاج المتبعة وتكنولوجيتها ومدى تأثيرها على نسبة التكاليف الثابتة، أو درجة التقلب في تكاليف العمليات المتعلقة بطريقة الإنتاج. ويمكن قياس مخاطرة نشاط الأعمال من خلال درجة تقلب صافي ربح العمليات عبر الزمن.

4- قياس المخاطرة المنتظمة

سيتم التطرق إلى قياس هذا النوع من المخاطرة من خلال النقاط الموالية:

4-1- المقياس المطلق للمخاطرة المنتظمة

تنشأ في العادة المخاطرة المنتظمة عن تقلبات في أسعار الأوراق المالية الناجمة عن تغير في الحالة الاقتصادية العامة، ومن أنسب المقاييس المستخدمة لقياس حجم هذا النوع من المخاطرة هو التغاير بين عائد السهم وعائد السوق -التغير العام في حركة أسعار الأسهم-، ويتم حساب التغاير وفق المعادلة التالية:[2]

$$COVAR(A,m)=\sum_{t=1}^{n}\left(R_{At}-\overline{R_A}\right)\left(R_{mt}-\overline{R_m}\right)$$

حيث:

R_{At}: معدل عائد سهم A في الزمن t.

R_A: القيمة المتوقعة لعائد السهم A.

R_{mt}: معدل عائد السوق في الزمن t.

R_t: القيمة المتوقعة لعائد السوق.

n: عدد المشاهدات

ويمكن استخدام التغاير في تحديد حجم المخاطرة المنتظمة كما يلي:[3]

$COVAR(A,m) > 0$: يدل على أن عائد السوق وعائد السهم يتغيران معا، أي أن حجم المخاطر المنتظمة كبير.

$COVAR(A,m) < 0$: يدل على أن عائد السوق وعائد السهم يتغيران عكسيا، أي أن حجم المخاطر المنتظمة ضعيف.

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: الأوراق المالية وأسواق الأوراق المالية، ص ص: 365-368.

[2]- P. Navatte, 1992, Op-cit, p: 104.

[3]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 264.

إلى جانب المعادلة السابقة يمكن استنتاج التغاير أيضا من خلال المعادلة التالية:[1]

$$COVAR(A,m)=\delta_A\delta_m P_{A,m}$$

δ_A : الانحراف المعياري لعائد الورقA.

P_{Am}: معامل الارتباط بين A،m.

4- 2- المقياس النسبي للمخاطر المنتظمة

التغاير هو مقياس مطلق له عيوب مثله مثل الانحراف المعياري، إذ لا يمكن في ظله مقارنة حجم المخاطر المنتظمة لسهمين ذوي عائد مختلف، لذلك يتم استعمال مقياس نسبي يمكن من المقارنة، وهو مقياس β، والذي يتم حسابه وفق العلاقة التالية:[2]

$$\beta=\frac{COVAR(A,m)}{\delta_m^2}$$

وبحساب β يمكن تفسيرها وفقا لما يلي:

جدول 4-1: تفسير قيمة β

β	اتجاه تحرك العوائد	التفسير
1	مع اتجاه السوق	المخاطرة المنتظمة مساوية لمخاطرة السوق
2	مع اتجاه السوق	المخاطرة المنتظمة مرتين من مخاطرة السوق
0,5	مع اتجاه السوق	المخاطر المنتظمة نصف مخاطر السوق
0	غير مرتبطة باتجاه السوق	المخاطر المنتظمة غير مرتبطة بمخاطر السوق
0,5-	عكس اتجاه السوق	المخاطر المنتظمة نصف مخاطر السوق، ولكن في الاتجاه المعاكس

المصدر: محمود صبح، 1996، مرجع سابق، ص: 83.

[1]- P. Navatte, 1992, Op-cit, p: 104.

[2]- J-C. Augros, Finance : option et obligation convertibles, Economica, Paris, 2ème édition, 1987, p: 112.

المطلب الثالث: معدل الخصم

هناك طريقتان يمكن استخدامهما لتقدير معدل الخصم الذي يعتمد للوصول إلى قيمة الشركة ككل أو قيمة أوراقها المالية، ويمكن تناول هتان الطريقتان من خلال مايلي:

- طريقة المكونات؛
- طريقة تكلفة الأموال المرجحة.

1- طريقة المكونات[1]

استنادا لهذه الطريقة يتكون معدل الخصم من:

1-1- سعر الفائدة الحقيقي

حسب النظرية الرأسمالية فالأموال تلد أموال، وسعر الفائدة هو ذلك السعر الّذي يعطى لقاء خدمة الأموال، ويتوقف تحديده على العرض والطلب النقدي وحجم الإنتاجية في الاقتصاد الوطني.

1-2- بدل التضخم

إن المستثمر عند استثمار أمواله الآن سوف تعود إليه مستقبلا منخفضة القدرة الشرائية بفعل التضخم، لذلك لابد من تعويضه بجزء من العائد يسمى بدل التضخم.

1-3- بدل السيولة

المستثمر عند استثماره أموال يضحي بالسيولة التي كان بإمكانه استغلالها في استثمار آخر في أي لحظة من اللحظات، لذلك لابد وأن يحصل على جزء من عائد يعوضه عن السيولة.

1-4- بدل مخاطرة

من المعلوم أن أي مشروع يحتوي بشكل أو بآخر على قدر من المخاطرة، لذلك لابد من تعويض المستثمر عن تلك المخاطر بعلاوة تسمى عادة علاوة المخاطرة، ويتم قياس هذه المخاطرة انطلاقا من الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف حسبما تمّ التعرّض إليه سابقا.

ومما سبق يمكن استنتاج معدل الخصم من العلاقة التالية:

معدل الخصم = سعر الفائدة الحقيقي + بدل التضخم + بدل السيولة+بدل المخاطر

وباعتبار:

سعر الفائدة الاسمي = سعر الفائدة الحقيقي + بدل التضخم + بدل السيولة

[1]- محمد عبده محمد مصطفى، 1998، مرجع سابق، ص ص: 179 -183.

فإن:

معدل الخصم = سعر الفائدة الاسمي + بدل المخاطر

2 – طريقة تكلفة الأموال المرجحة

تنطلق هذه الطريقة من مبدأ مفاده أن الشركة يتم تمويلها من مصادر عدة، وهو ما يجعل من هيكلها التمويلي عبارة عن خليط من هذه المصادر –أسهم عادية، أرباح محتجزة، أسهم ممتازة وسندات–، لذلك فإن معدل الخصم المنتهج لتقييمها هو عبارة عن تكلفة الأموال المرجحة للأموال المشكلة لهيكلها التمويلي، ويتم تقدير هذه التكلفة وفقا للخطوات الموالية:

2 –1– تحديد الحجم النسبي لكل نوع من الأموال داخل الهيكل التمويلي للشركة

وذلك من خلال تجزئة الهيكل التمويلي وفقا لأنواع الأموال المشكلة له، ومن ثمّ حساب نسبة كل نوع من الأموال بالنسبة لإجمالي أموال الهيكل التمويلي، وفقا للعلاقة الموالية:[1]

$$W_X = \frac{V_x}{V_g} \times 100\%$$

حيث:

W_X: الحجم النسبي للأموال X.

V_X: قيمة الأموال X.

V_g: قيمة إجمالي الأموال.

2–2– حساب تكلفة كل نوع من الأموال

ويتم حساب تكلفة الأموال الآتية:[2]

2–2–1– تكلفة التمويل بالسندات

تكلفـــة التمويل بالسندات، وتتمثل في تلك التكلفة التي تتحملها الشركة لقاء استخدامها أموال متحصل علـــيها مـــن إصـــدار سندات، فيمكن اعتبار تلك التكلفة هي المعدل الذي يحقق التساوي بين التدفقات النقدية الخارجية والداخلية لقرض معين في شكل سند، ويتم حسابها وفقا للعلاقة الموالية:

$$K_d = \frac{r(1-T)}{(1-F)}$$

[1]- نفس المرجع، ص: 184

[2] - D. Morissette & W. O'shaughessy, Décisions financiers à long terme, Edition SMG, Québec, 3ème édition, 1994, pp: 378-382.

حيث:

K_d: تكلفة التمويل بالسندات بعد الضريبة.

T: معدل الضريبة.

F: معدل تكاليف الإصدار بعد الضريبة.

r: معدل الفائدة الفعلي السنوي على السند.

2-2-2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

قبل إعطاء العلاقة الحسابية لتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة، لا بد من التذكير بأن التوزيعات النقدية التي تؤول إلى حملة الأسهم الممتازة تتم من الأرباح بعد الضريبة، وهي تدفع قبل أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ويتم حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفقا للعلاقة التالية:

$$K_p = \frac{D_p}{P(1-F)}$$

حيث أن:

K_p: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

D_p: التوزيعات السنوية.

P: السعر السوقي للسهم الممتاز.

F: معدل تكاليف الإصدار بعد الضريبة.

2-2-3- تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تعبر تكلفة التمويل بالأسهم العادية عن الحد الأدنى للعائد اللازم للحفاظ على صافي ثروة الملاك دون تغير، فهي بذلك تناظر تكلفة الفرصة البديلة.

ويلاحظ أن تقدير تكلفة التمويل بالأسهم العادية أصعب من تقدير تكلفة السندات أو الأسهم الممتازة لاعتبار أن التدفقات النقدية الخارجية لحملة الأسهم العادية غير محدودة كما هو الحال للسندات أو الأسهم الممتازة، ولهذا وجدت عدة طرق لحساب هذه التكلفة، ونذكر منها اثنان:

2-2-3-1- التكلفة وفقا لنموذج جوردن Gordon

وفقا لهذا النموذج يتم حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، وفق العلاقة الموالية:[1]

[1]- A. Beltas, Le developpement du marcher des capitaux et la structure des taux d'interet, Edition el borhane, alger, 2002, p: 60.

$$K_e = \frac{D_1}{P(1-F)} + g$$

حيث:

K_e: تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

D_1: آخر توزيع معطى.

P: السعر السوقي للسهم.

F: معدل تكاليف الإصدار بعد الضريبة.

G: المعدل السنوي لنمو التوزيعات.

وفي حالة ما إذا أجاز القانون خصم التوزيعات من الأرباح الخاضعة للضريبة، تصبح تكلفة التمويل بالأسهم العادية على النحو الموالي:[1]

$$K_e = \frac{D_1(1-T)}{P(1-F)} + g$$

حيث:

T: معدل الضريبة.

2-2-3-2- التكلفة وفقا لنموذج تسعيرة الأصول الرأسمالية[2] C A P M

استنادا لهذا النموذج يتم الوصول إلى تكلفة التمويل بالأسهم العادية بتقدير معامل β، ومعدل العائد المتوقع للسهم ومعدل العائد الخالي من المخاطرة، ثم تطبيق العلاقة الموالية:

$$K_e = \frac{R_f + \beta(R_m - RF)}{(1-F)}$$

حيث:

K_e: تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

R_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

B: معامل بيتا للسهم العادي.

R_m: معدل العائد المتوقع للسهم على كافة الأسهم المدرجة في السوق.

1- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسة الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 162.

2- مدحت إبراهيم الطراونة، "قياس تكلفة الأموال في منشأة الأعمال"، مجلة العلوم الإنسانية، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، عدد17، جوان 2002، ص ص: 11-12.

2-3- حساب تكلفة الأموال المرجحة

يتم الحصول على المتوسط المرجح بإعطاء كل مصدر تمويلي وزنا مختلفا يتحدد على أساس نسبته من مجموع الأموال المشكلة للهيكل التمويلي، ثم جمع حاصل ضرب تلك الأوزان في تكلفة المصدر التمويلي وفقا للعلاقة التالية:[1]

$$P=\sum_{i=1}^{n} K_i W_i$$

حيث:

P: المتوسط المرجع لتكلفة الأموال وهو معدل الخصم.

K_i: معدل تكلفة الأموال المستخدمة في التمويل.

W_i: الحجم أو الوزن النسبي للأموال.

n: عدد مصادر الأموال.

المبحث الثاني: التقييم على مستوى السوق الأولية

على مستوى السوق الأولية لا يمكن تقييم السهم كوحدة واحدة بل يجب تقييمه في ظل القيمة الإجمالية الشركة، وهناك عدة طرق يمكن انطلاقا منها حساب هذه الأخيرة، ويمكن تناول أهمها في مايلي:

- طريقة الأصول الصافية المصححة؛
- طريقة الكودويل؛
- طرق أخرى مبنية على الاستحداث.

المطلب الأول: طريقة الأصول الصافية المصححة

يتم تناول هذه الطريقة من خلال مايلي:

- مبدأ الطريقة؛
- أهم تصحيحات مراكز الميزانية؛
- حساب الأصول الصافية المصححة.

[1]- D. Morissette & W. O'shaughnessy, 1994, Op-cit, p: 384.

1- مبدأ الطريقة

تقوم هذه الطريقة على مبدأ أولي بسيط يتمثل في تقييم الشركة انطلاقا من قيمة الأملاك المحتجزة لديها، وترتكز هذه الطريقة على عملية الجرد والتحقق من عناصر الميزانية، وإعادة تقييمها وفقا لقيمتها الحقيقية من خلال إجراء تصحيحات اقتصادية ومالية ضرورية، تسمح بالانتقال من القيمة المحاسبية المجردة إلى القيمة الحقيقية المبنية وفق معطيات إحصائية وكمية ونوعية.

فقبل دراسة الأصول الصافية المصححة لابد من الإشارة إلى قيمة الذمة المالية التي يمكن تحديدها انطلاقا من الأصول الصافية المحاسبية، والتي تمثل الفرق بين ما تملكه الشركة من أصول وما عليها من التزامات تجاه الغير أي الخصوم المستحقة.

الأصول الصافية المحاسبية = الأصول – الخصوم المستحقة

فالأصول الصافية المحاسبية لا تترجم القيمة الحقيقية للشركة لاعتبار أنها تستند على قيم محاسبية تاريخية، لذلك إذا أرد المحلل تقييم الشركة تقييما حقيقيا لا بد من مراقبة وفحص وتحديد ما إذا كانت هذه العناصر المكونة لأصول الشركة -مراكز الميزانية- تتناسب مع الحقيقة الاقتصادية أم لا، فإذا لم تكن كذلك فيجب تعديلها أو تصحيحها وفقا لمعطيات ومؤشرات اقتصادية ومالية تعكس القيمة الحقيقية للشركة حسب ما يعرف بحساب الأصول الصافية المصححة.

2- أهم تصحيحات مراكز الميزانية

وتتمثل هذه التصحيحات فيما يلي:

2-1- المصاريف الإعدادية[1]

تحذف كل المصاريف الإعدادية من الأصول الصافية للشركة لاعتبارها أصولا وهمية ليست لها أي قيمة حقيقية، ولا تشكل في مضمونها أي ضمان للتسديد، ومن بين هذه المصاريف نجد مصاريف تأسيس الشركة، مصاريف الأبحاث والتطوير، مصارف القروض، تكاليف توزع على دورات وعلاوات التوظيف.

2-2- الأصول المعنوية

عملية التصحيح لا تقتصر فقط على العناصر المادية التي تخضع إلى التقييم المادي، بل تتعداها إلى العناصر الغير مادية التي تزيد من قيمة الشركة عند التنازل عنها والمتمثلة في حصة المؤسسة في السوق، الاسم التجاري، شهرة المحل وحقوق الملكية الصناعية والتجارية...إلخ.

[1]– J. Barrean & J. Delahaye, 2001, Op-cit, pp: 302-304.

فتصحيح الأصول المعنوية يختلف تبعا لقدرة هذه الأخيرة على امتلاك أو عدم امتلاك قيمة مستقلة عن قيمة الشركة.

فإذا كانت الأصول المعنوية قادرة على امتلاك قيمة مستقلة عن قيمة الشركة -تمتلك قيمة في حد ذاتها- فإنه يمكن معالجتها انطلاقا من قيمتها في السوق، وذلك على أساس تكلفة الاكتساب أو تكلفة الحصول عليها من السوق.[1]

أما في الحالة الأخرى التي تكون فيها القيم المعنوية غير قادرة على امتلاك قيمة مستقلة عن الشركة، فيتم معالجتها من خلال استحداث التدفقات التي يمكن أن تعود على الشركة جراء استخدامها لهذه الأصول المعنوية. وهنا نجد أيضا إذا كانت الأصول المعنوية للشركة محصورة في براءات الاختراع واستطاعت الشركة بيعها إلى شركات أخرى فيتم استحداث قيمة مداخلها من البراءات وفقا للعلاقة الموالية:

$$Vb = A\sum_{t=1}^{n}(1+i)^{-t}$$

حيث:

Vb : قيمة البراءة.

A: قيمة مداخيل البراءة.

n: عدد سنوات إستخدام البراءة.

i: معدل الخصم.

وفي الحالات الأخرى التي يصعب فيها إيجاد قيمة للعناصر المعنوية للشركة فإن الكودويل[2] يأخذ قيم هذه الأخيرة في الحسبان.[3]

2-3- الأصول المادية الثابتة

يتم تصحيح قيم الأصول المادية الثابتة من خلال دراسة مفصلة لجميع عناصرها، وذلك بتقديم بطاقة تفصيلية لكل عنصر من عناصر هذه الأصول تبين طبيعته، تكلفته، حيازته، وظيفته، الحالة التي يوجد عليها، عمره والمدة المتوقعة لاستعماله.

1- D. Péne, Evaluation et prise de Contrôle de l'entreprise, Economica, France, 2ème édition, 1993, Tome2, p: 96.
- J. Peyrard, analyse financiére, Vuibert, paris, 1999, p: 24.

2- سوف يتم التطرق لطريقة الكودوايل لاحقا.

3- D. Péne,1993, Op-cit, p: 98.

2-3-1- الأراضي[1]

لتصحيح قيمة الأراضي لا بد من استشارة خبراء، وكالات عقارية، موثقين...الخ. آخذين بعين الاعتبار جملة من المعايير منها تحديد الموقع، العرض والطلب، القرب من المناطق الحضرية ومدى تهيئتها، فإذا كانت هذه المقاييس تستدعي تصحيح قيمة الأرض فإننا نعطيها قيمة جديدة. كما يمكن أيضا تصحيح قيمة الأراضي من خلال استحداث سعر الحيازة بواسطة مؤشر تطور الأسعار. أما إذا كانت هذه الأرض مؤجرة يجب الأخذ بعين الاعتبار مختلف التعويضات المستحقة التي يمكن أن يطالب بها المؤجر خاصة في حالة نزاع.

2-3-2- المباني

عند الإقدام على تصحيح قيمة المباني نواجه صنفين من التصحيح، تصحيح خاص بالمباني خارج الاستغلال وتصحيح خاص بالمباني المخصصة للاستغلال:[2]

2-3-2-1- المباني خارج الاستغلال

في حالة ما إذا أردنا تصحيح قيمة هذه المباني يمكننا الاستفادة من خبراء العقارات لمعرفة السعر السوقي لهذه المباني.[3]

2-3-2-2- مباني مخصصة للاستغلال[4]

بخصوص هذه المباني فإنه يتم التركيز لتصحيح قيمتها على ضرب سعر التكلفة أو سعر الحيازة في مؤشر خاص[5] من أجل إعطاء القيمة الحالية للمبنى، آخذين بعين الاعتبار أقدمية المبنى[6] لغرض التخفيض، ويمكن الوصول إلى هذه القيمة من خلال العلاقة التالية:

القيمة الحالية للمبنى = المساحة المبنية×تكلفة المتر المربع× المؤشر

كما يمكن أيضا الرجوع إلى مكاتب الهندسة المعمارية من أجل تقيم هذه المباني، وذلك من خلال معرفة تكلفة إعادة بناء المتر مربع الواحد من المبنى.

أما إذا كانت هذه المباني مؤجرة فإن تحديد قيمتها يتم من خلال استحداث مداخيل الشركة من هذا الاجار.

1- S. Thollot, "L'evaluation d'etreprise", Seminaire CANT, Alger, 14 octobre1996, p: 24.

2- D. Péne,1993, Op-cit, pp: 95-96.

3- P.Vizza vona, Pratique de gestion: évaluation des entreprises, Edition berti, Alger, 1991, Tome 3, p: 6.

4- S. thollot, 14 octobre1996, Op-cit, pp: 25-26.

5- في العادة يعطى هذا المؤشر من طرف المعهد الوطني للإحصائيات المهنية للبناء.

6- معدل التقادم في العادة يتراوح بين 2 إلى 5% سنويا.

وفي حالة ما إذا كانت هذه المباني قديمة وقيمتها معدومة، فإن تصحيح قيمتها يتم من خلال إعطاء قيمة على أساس السنوات التي بالإمكان أن تستمر خلالها في الخدمة، وذلك بضرب قسط الإهتلاك المعتمد في السنوات السابقة في الفترة المحتمل أن تستمر خلالها في الخدمة.

2-3-3- المعدات

هناك طريقتان يمكن اعتمادهما في تصحيح قيمة المعدات:[1]

2-3-3-1- الطريقة التي تعتمد على سعر سوق المعدات المستعمل

تقـوم هـذه الطـريقة على تصحيح قيمة المعدات وفق الأسعار التي يمكن أن تباع بها مثيلاتها من المعـدات في سوق المعدات المستعملة، فهذه الطريقة موضوعية وسهلة في آن واحد، إلا أنه يمكن أن يواجه العامل بها أحيانا صعوبات، خاصة في إيجاد معدات تحمل نفس مواصفات الأصل الّذي يريد تصحيح قيمته.

2-3-3-2- الطريقة التي تعتمد على سعر الحيازة المعدل

وهـذه الطريقة تقوم على تصحيح قيمة المعدات من خلال تكلفة الحيازة مع الأخذ بعين الاعتبار مدة حياة الأصل وتطور مؤشر السعر، وذلك وفقا للعلاقة الموالية:

$$V_r = P(1+i)\frac{D-A}{D}$$

حيث:

V_r: القيمة المصححة للأصل.

P : سعر الشراء -كقيمة تاريخية-.

(i+1): معامل الزيادة في التكلفة من تاريخ الحيازة إلى تاريخ التصحيح.

D: المدة الإجمالية للاستعمال.

A: مدة حياة الأصل.

2-4- عناصر الأصول الأخرى

2-4-1- المخزون[2]

بالنسبة لكل أنواع المخزونات تقريبا فإن تصحيح قيمتها يتم من خلال تحديد سعر التكلفة لهذه المنتجات، فإذا استحال ذلك فإنه يتم الأخذ بسعر البيع مع حسم الهامش العادي الشركة وتكلفة توزيع هذه المخزونات.

1- D. Péne,1993, Op-cit, pp: 95-97.

2- J. Peyrard, 1999, Op-cit, p: 27.

2-4-2- القيم القابلة للتحقيق أو القيم غير الجاهزة

ونجد فيها ما يلي:

2-4-2-1- تسبيقات الموردين

يجب التأكد من دفع الحساب، وأن المبالغ متطابقة مع الطلبيات.

2-4-2-2- الزبائن

لغرض تصحيح حساب الزبائن لابد من مراجعة الحسابات الخاصة بهم والتأكد من أنه لا يوجد هناك زبائن مشكوك فيهم، وفي حالة ما إذا وجدوا يجب التأكد من أنه قد تم تكوين مؤونة وهل هي كافية أم لا، مع حذف كل الحقوق التي تعتبر ضائعة، أما الحقوق القابلة للاسترجاع بعد مدة فلابد من خصمها بالقيمة الحالية[1].

2-4-2-3- الأوراق المالية تحت التحصيل

لابد من التأكد من إمكانية سدادها في موعد الاستحقاق المحدد، مع توقع التدهور الّذي يمكن أن يحدث لقيمتها.

2-5- عناصر الخصوم

نهتم في تصحيح قيمتها بالعناصر الموالية:

2-5-1- رأس المال

هو مجموع المبالغ الموضوعة تحت تصرف الشركة بشكل دائم من طرف الشركاء والمساهمين على شكل مساهمة نقدية ومالية، ومن أجل تصحيح قيمتها لابد من التأكد من صحة هذه المبالغ، ومدى ارتفاع قيمتها أو انخفاضها، فإذا انخفضت فلابد من معرفة الأسباب أو الظروف التي أدت إلى ذلك، حتى يتسنى تصحيح قيمتها.

2-5-2- الاحتياطات

هي عبارة عن أموال تجمع من طرف الشركة، لتشكل جزء من الأرباح المحققة والغير موزعة التي تتمتع بعدم الاستحقاقية، ومنها عدة أنواع تختلف حسب الميكانزمات القانونية والضريبية والمحاسبية التي تسمح بتكوينها.[2]

فمثلا لتصحيح قيمة الاحتياطات القانونية لابد من التأكد أن الإجراءات القانونية المنتهجة لإنشائها قد تم احترامها. فهذه الاحتياطات غير قابلة التوزيع، غير أنه يمكن أن تساهم في تعويض العجز في احتياطات أخرى (احتياطات إعانة التجهيز، احتياطات لتجديد المخزون، الاحتياطات الخاصة بإعادة التقييم).

[1]- Idem, p: 29.

[2]- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير– الجزء الأول: تحليل مالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1990، ص: 23.

2-5-3- المؤونات

تعتبر جزء من أموال الشركة التي توضع في حساب يجمد احتسبا لخسائر محتملة أو أعباء ممكنة التحقيق في المستقبل وتنقسم إلى:[1]

- مؤونات أعباء وخسارة وتعبر عن أموال موجهة لتغطية الخسائر أو الأخطار والأعباء الناتجة عن حوادث متوقعة أو معلومة خلال السنة.
- مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات وتعبر عن الأعباء التي لا يمكن تحميلها لدورة واحدة بل تحمل لعدة دورات وذلك نظرا لطبيعتها وحجمها.
- مؤونات التقاعد الإجباري للأشخاص المشتغلين الخاصة بشركات المساهمة التي توفر للمساهمين حق تقاعد إجباري على الشركة.

ومؤونة الأعباء والخسائر يتم أخذها كديون قصيرة الأجل عند وقوعها، أما إذا كانت مؤكدة الوقوع بعد فترة طويلة نسبيا فيتم أخذها كديون طويلة الأجل، وفي حالة عدم وقوعها فإنها تعود إلى أصلها أي إلى أرباح وتضم إلى الاحتياطات بعد طرح الضريبة منها، أما مؤونة التقاعد الإجباري والأعباء الموزعة فتأخذ كديون.[2]

2-5-4- الديون

عند تصحيح قيمة الديون يجب التحقق من أنها تمثل القروض الأساسية فقط، وأن المصاريف الثانوية كالفوائد والتأمينات قد سجلت بطريقة خاصة بها، كما أنه من المستحب في حالة ما إذا كانت الديون مستحقة بعد فترة زمنية طويلة أن يتم استحداثها بمعدل الاستحداث المطبق على الإقراض طويل الأجل.[3]

أما في حالة ما إذا كانت الشركة قد اشترت أصولا بقرض إيجاري وفضلت أخذها كديون، يجب التأكد من أن قيمة أقساط الإيجار التي ستدفع قد تم استحداثها وضمت إلى الديون. فدراسة القروض تسمح باختبار الضمانات التي قدمت من طرف الشركة.

3- حساب الأصول الصافية المصححة

بعدما يتم تصحيح عناصر الأصول والخصوم، تأتي الخطوة الموالية والمتمثلة في حساب قيمة الأصول الصافية المصححة، وفقا للعلاقة الموالية:

$$ANC = AC - PC$$

[1]- نفس المرجع، ص: 24.

[2]- D. Péne, 1993, Op-cit, p: 99.

[3]- P. Vizza vona, 1991, Op-cit, p: 10.

حيث:

ANC: الأصول الصافية المصححة.

AC : أصول مصححة.

PC: خصوم مستحقة مصححة.

ومن ثم فإن :

$$\text{القيمة الرياضية للسهم} = \frac{ANC}{Nbr\,d'Actions} = \frac{\text{الأصول الصافية المصححة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

المطلب الثاني: طريقة الكودوايل

جاءت طريقة الكودوايل GoodWill للتقييم كتكملة لطريقة الأصول الصافية المصححة. وترى هذه الطريقة أنه يمكن لقيمة الأصل الصافي المصحح أن تكون ضعيفة، وذلك في حالة عدم تمكنها من تقييم حقيقي وكامل للعناصر المعنوية كشهرة المحل، حصة المؤسسة في السوق، حق الإيجار والاسم التجاري ...الخ-. وسيتم تناول هذه الطريقة من خلال ما يلي:

- تعريف الكودوايل؛
- طرق حساب الكودوايل؛

1- تعريف الكودوايل

يعرف الخبراء والمحاسبون المعتمدون الكودوايل على أنه الفائض في القيمة الإجمالية للشركة في فترة زمنية معينة، أي الفرق بين السعر المسدد لشركة ما وأصولها الصافية المصححة، وهذا الفائض هو عنصر معنوي يمكن الحصول عليه من خلال شهرة الشركة وتطلعاتها المستقبلية التي تسمح لها بتحقيق قيمة مضافة[1].

كما يمكن أيضا تعريف الكودوايل على أنه الزيادة الحاصلة في القيمة الإجمالية للشركة على مجموع القيم المختلفة للعناصر المادية وغير المادية المكونة لها.

ومن ثم فالكودوايل يمثل قدرة الشركة على تحقيق ربح إضافي مقارنة بالربح المحقق بصفة عادية، انطلاقا من نفس رأس المال المستخدم بما يساهم في رفع قيمة الشركة في حالة تقييمها.

---

[1]-- S. Thollot, 14 octobre1996, Op-cit,, p: 5.

واستنادا إلى الكودوايل يمكن القول أن القيمة الإجمالية للشركة مركبة من عنصرين كمايلي:[1]

$$Vg = ANC + GW$$

حيث:

Vg: القيمة الإجمالية للشركة.

GW: الكودوايل أو الفائض في القيمة الإجمالية للشركة.

2- طرق حساب الكودوايل[2]

هناك العديد من الطرق يمكن أن تنتهج في حساب الكودوايل، نذكر أهمها فيما يلي:

2-1- حساب الكودوايل انطلاقا من قيمة العائد

هذه الطريقة تنطلق من مبدأ مفاده أن الكودوايل أي الفائض في القيمة الإجمالية للشركة يساوي:

$$GW = Vg - ANC$$

وباعتبار القيمة الإجمالية للشركة يمكن التوصل إليها من خلال العلاقة الموالية:

$$Vg = \frac{(Vr + ANC)}{2} = \frac{\left(\frac{Re}{K} + ANC\right)}{2}$$

حيث:

Vr: قيمة العائد.

Re: نتيجة الاستغلال خارج المصاريف المالية.

K: معدل الخصم –تكلفة رأس المال–.

فإنه يمكن التوصل من جديد إلى الكودوايل أي الفائض في القيمة الإجمالية للشركة من خلال مايلي:

$$GW = \frac{\left(\frac{Re}{K} - ANC\right)}{2}$$

[1]– G.Charreaux, Finance d'entreprise, Edition litec, Paris, 1994, p: 141.

[2]– S. Thollot, 14 octobre1996, Op-cit, p: 46.

2-2- حساب الكودوايل وفقا للطريقة الأنجلوسكسونية[1]

وفقا لهذه الطريقة يتم حساب الكودوايل مباشرة وليس من خلال الفرق بين القيمة الإجمالية للشركة والأصول الصافية المصححة، وذلك انطلاقا من استحداث على أفق غير منته للفرق بين الربح المحققة وقيمة الأصول الصافية المصححة مضروبة في معدل توظيف رأس المال، وفقا للعلاقة الموالية:

$$GW = \frac{(B_1 - I \times ANC)}{K}$$

حيث:

B_1: الربح المحقق المتعلق بالأصول الصافية المصححة.

I: معدل توظيف رأس المال.

2-3- حساب الكودوايل وفقا لطريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبين[2]

2-3-1- الطريقة المبسطة

وفقا لهذه الطريقة يمكن حساب الكودوايل انطلاقا من العلاقة الموالية:

$$GW = (B_2 - I \times VSB)\frac{1-(1+K)^{n}}{K}$$

حيث:

VSB: القيمة الجوهرية الخامة[3].

B_2: الربح المحقق المتعلق بالقيمة الجوهرية الخامة.

n: عدد السنوات ويتراوح بين 5 و 8 سنوات.

2-3-2- الطريقة العادية

يتم حساب الكودوايل وفقا لهذه الطريقة من خلال العلاقة الموالية:

$$GW = (B_3 - I \times CPNE)\frac{1-(1+K)^{-n}}{K}$$

[1]- Idem, p: 47.

[2]- Ibid, p: 47.

[3]- القيمة الجوهرية الخامة = الأصول الصافية المصححة + الديون + العناصر الجوهرية الأخرى: الاستثمارات للتأجير، استثمارات بقرض الإيجار، حسومات غير مستحقة) + مصاريف التأسيس – مصاريف الصيانة.

حيث:

CPNE: الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال[1].

B_3: الربح المحقق المتعلق بالأموال الدائمة اللازمة للاستغلال.

2-4- طريقة ربع الكودوايل المختصر

تشير هذه الطريقة إلى مبدأ مفاده أن المقيم أو المستثمر في حالة ما إذا أرد تقييم فائض القيمة الإجمالية لشركة ما، لابد أن يركز على مبدأ الفرصة البديلة، مما يعني أن العائد المنتظر لابد أن يساوي على الأقل العائد الذي يمكن التحصل عليه من الفرصة البديلة. ومبدأ ربع الكودوايل يعبر عن الفرق بين العائد المنتظر من الأموال المستثمرة والعائد المطلوب من طرف المستثمرين:[2]

$$RGW = AE\ (r_e - r'_e) = (INC + BFR)\ (r_e - r'_e)$$

حيث:

RGW: ربع الكودوايل -ربع الفائض في القيمة الإجمالية للشركة-.

AE: الأصول الاقتصادية.

INC: استثمارات الاستغلال الصافية المصححة.

BFR: احتياجات رأس المال العامل.

r'_e: العائد المطلوب من طرف المستثمرين.

r_e : العائد المنتظر[3].

كمـــا يمكن الوصول إلى ربع الكودوايل أيضا من خلال القيام بعمليات تقديرية للاستغلال خلال مدة زمنـــية n، بشـــكل يســـاعد على الحصول على ربح الاقتصادي التقديري للشركة والمبلغ التقديري للأموال اللازمة للاستغلال، التي تقود إلى تقدير ربع الكودوايل السنوي، مثل ما هو مبين في العلاقة الموالية:[4]

$$RGW_n = BE_n - K\ (AE_n)$$

حيث:

RGW_n: ربع الكودوايل للسنة n.

BE_n: ربح الاستغلال التقديري للسنة n.

---

[1]- الأموال الدائمة اللازمة للاستغلال = استثمارات الاستغلال + احتياجات رأس المال العامل+استثمارات الاستغلال مؤجرة أو المتحصل بقرض الإيجار.

[2]- J. Barreau & J. Delahaye, 2001, Op-cit, p: 305.

[3]- العائد المنتظر يتعلق بالمردودية الاقتصادية الحقيقية للشركة، ويمكن التوصل إليه من خلال قسمة ربح الاستغلال على الأصول الاقتصادية.

[4]- D. Péne, 1993, Op-cit, p: 113.

AE_n: الأصول الاقتصادية التقديرية للسنة n.

K: معدل الخصم- تكلفة رأس المال-.

ومن خلال المعادلة السابقة يمكن الوصول إلى الكودوايل لسنة التقييم أي سنة الأساس، من خلال استخدام تقديرات الربح والأموال المستخدمة خلال السنوات المستقبلية، وذلك وفقا للمعادلة التالية:[1]

$$GW_0 = a_n (BE_n - K (AE_n))$$

حيث:

a_n: القيمة المستحقة لـــ 1 وحدة نقدية مدفوعة خلال مدة n سنة وفقا لمعدل K .

GW_0: الكودوايل لسنة التقييم.

ومن ثم فقيمة الشركة لسنة التقييم تساوي:

$$V_0 = ANC + GW_0$$

المطلب الثالث: طرق التقييم المبنية على الاستحداث

وفقا لما سبق فإن التقييم من خلال طريقة الذمة المالية بمعنى التقييم على أساس العناصر المحاسبية يعتبره العديد من الكتاب طريقة سكونية يمكن أن ينتج عنها عيوب، لأنها ترتكز أساسا على عملية الجرد لوضعية الشركة في وقت محدد، لذلك تم اقتراح مفهوم اقتصادي للقيمة أكثر ديناميكية، وهو التقييم على أساس الاستحداث عبر الزمن. يمكن ذكر البعض من طرق هذا التقييم وفقا لمايلي:

- طريقة التقييم المبنية على استحداث التدفقات النقدية؛
- طريقة تقييم الشركة المبنية على استحداث القيمة الاقتصادية المضافة؛

1- طريقة التقييم المبنية على استحداث التدفقات النقدية[2]

هــذه الطريقة تنطلق من أساس مفاده أن النتيجة وحدها كمقياس لدرجة مردودية الشركة غير كافية، نظــرا لكــون الشركة تستعمل عدة طرق محاسبية تؤثر على تحديد النتيجة النهائية مثل طريقة الإهتلاكات، وهــذه الأخــيرة هناك من يعتبرها إيرادا وليست نفقة عادية، وهذا ما يعبر عنه بالفائض النقدي، الّذي يعمل علـــى تغطــية جمــيع الفروقات التي يمكن أن تحدث أثناء عملية تسجيل المدفوعات والمقبوضات الخاصة بالشركة لمدة معينة من مراحل النشاط.

[1]- Ibid, p: 113.

[2]- J. Barreau & J. Delahaye, 2001, Op-cit, pp: 306-308.

معينــة بعــد استيفاء حقوق إجمالي الأموال الموظفة، وهي تدل على أداء الإدارة ومدى مساهمتها في تعظيم ثروة الملاك، ويمكن التوصل إلى القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة الموالية:[1]

$$EVA_t = Bn_t - (K_t \times FP_t)$$

حيث:

EVA_t: القيمة المضافة الاقتصادية خلال الفترة t.

BN_t: الربح الصافي للفترة t.

FP_t: الأموال الخاصة للفترة t.

K_t: تكلفة الأموال المرجحة في الفترة t.

فــإذا كانــت القــيمة الاقتصادية المضافة موجبة، فهذا يعني أن الشركة حققت أرباح غطت بها كل تكاليف التشغيل والضرائب والتمويل، ونقول بأنها حققت قيمة مضافة -ربح إضافي- للملاك أي أن الإدراة تحقق هدف تعظيم ثروة الملاك.

وانطلاقا من القيمة الاقتصادية المضافة يمكن الوصول إلى قيمة الشركة، من خلال العلاقة الموالية:

$$V_0 = CE_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

$$V_0 = CE_0 + MVA_0$$

حيث:

V_0: القيمة الإجمالية للشركة في سنة التقييم.

CE_0: إجمالي الأموال الموظفة في سنة التقييم.

MVA_0: القــيمة الاقتصادية المضافة في سنة التقييم وتعبر عن مدى قدرة الشركة لتكوين قيمة[2] خلال فترة زمنية معينة.

---

[1]- شوقي السيد فودة، أكتوبر 1998، مرجع سابق، ص: 171.

[2]- القيمة هي الفرق بين القيمة السوقية للديون والأموال المملوكة من جهة والأموال المستخدمة من جهة أخرى.

المبحث الثالث: تقييم الأوراق المالية في السوق الثانوية

سيتم تناول أهم طرق تقييم الأوراق المالية في السوق الثانوية، من خلال مايلي:

- نماذج تقييم السندات؛
- مدخل التوزيعات لتقييم الأسهم؛
- مداخل أخرى لتقييم الأسهم.

المطلب الأول: نماذج تقييم السندات

عند محاولة تقييم السندات بغية الوقوف على قيمتها الحقيقية، فإنه يتم القيام بعملية استحداث تدفقاتها المستقبلية –الكوبون– بمعدل خصم يمثل معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، ولتوضيح هذا أكثر سوف يتم تناول ثلاث نماذج مستخدمة في تقييم ثلاث أنواع من السندات، وفقا لما يلي:

- نموذج تقييم السندات الدائمة؛
- نموذج تقييم السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد؛
- نموذج تقييم السندات القابلة للاستدعاء.

1- نموذج تقييم السندات الدائمة

السندات الدائمة كما يدل اسمها، هي سندات ليس لها تاريخ استحقاق كما تم تعريفها سابقا، حيث إذا أراد صاحبها التخلص منها عليه أن يتقدم لسوق الأوراق المالية لبيعها، ويمكن تقييم هذا النوع من السندات –تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يشترى بها– من خلال الاعتماد على المعلومات المتعلقة بمقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في الفوائد ومستوى المخاطر الّذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار –معدل الخصم–، والمعادلة الموالية توضح ذلك:[1]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} C_t (1+K)^{-t}$$

حيث:

P_0: القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم.

C_t: الفائدة الدورية أو الكوبون في نهاية السنة t.

---

[1]- F. Quittard-Pinon, Marchés des Capitaux et Théorie Financière, Economica, Paris, 1998, p: 279.

K: معدل الخصم.

وباعتبار C الفائدة الدورية ثابتة فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة كما يلي:

$$P_0 = C \sum_{t=1}^{\infty}(1+K)^{-t}$$

وانطلاقا من قوانين المتتاليات الهندسية فإنه يمكن إعادة صياغة هذا المجموع كما يلي:

$$P_0 = \frac{C}{K}$$

فإذا كانت هذه القيمة أقل من القيمة السوقية، حينئذ نقول بأن قيمة السند مغال فيها، لذلك يكون قرار الاستثمار الصائب هو البيع أو التراجع عن الاستثمار، أما إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية، نقول بأن قيمة السند أقل مما يجب أن تكون عليه في السوق، لذلك يكون قرار الاستثمار الصائب هو الشراء.

2- نموذج تقييم السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد

لا تختلف قاعدة تقييم السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد عن قاعدة تقييم السندات السابقة الذكر، إلا في شيء واحد وهو وجود تاريخ محدد لاستحقاق السند، يعطي بموجبه المستثمر بالسند الحق في مطالبة الجهة المصدرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يحل أجله، فوفقا لهذا النموذج القيمة الحقيقية للسند هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي تتمثل في الفوائد الدورية بالإضافة إلى القيمة الاسمية، والمعادلة التالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:[1]

$$P_0 = \frac{C_1}{1+K} + \frac{C_2}{(1+K)^2} + \ldots\ldots + \frac{C_n + F}{(1+K)^n}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{(1+K)^t} + \frac{F}{(1+K)^n}$$

حيث:

F: القيمة الاسمية للسند.

n: تاريخ الاستحقاق.

[1]- J-C. Augos, 1987, Op-cit, P: 181.

وقبل الانتهاء من معالجة هذا النوع من السندات، لابد من الإشارة أنه طالما هناك المستثمر الفرد الذي لا يمكنه أن يؤثر في أسعار الأوراق المالية في السوق، فإنه قد تحدوه الرغبة في تقييم السند انطلاقا من تقدير العائد الّذي يتوقع أن يحققه -معدل العائد الداخلي- إذا ما اشترى السند بالسعر السائد في السوق، أي ما يعرف بغلة السند حتى تاريخ الاستحقاق لمقارنته مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وذلك وفقا لما يلي:

$$P_m = \sum_{t=1}^{n} \frac{C_t}{\left(1+\overline{K}\right)^t} + \frac{F}{\left(1+\overline{K}\right)^n}$$

حيث:

P_m: السعر السوقي للسند.

$\overline{K}$: معدل العائد المتوقع -معدل المردود الداخلي-.

وباستعمال طريقة التجربة والخطاء المعهودة في مثل هذه الحالات فإنه يمكن الوصول إلى معدل المردود الداخلي أي معدل العائد المتوقع، ليتم إجراء عملية المقارنة مع معدل العائد المطلوب، فإذا كان معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب فإن ذلك يوحي إلى أن القيمة السوقية للسند مغال فيها، ومن ثم يكون من الخطأ الاستثمار فيه، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن هذا يعني أن السند يتداول بقيمة أقل مما ينبغي، ومن ثم فالقرار الصائب هو الاستثمار فيه.

3- نموذج تقييم السندات القابلة للاستدعاء[1]

هذا النوع من السندات يعطى بموجبها الحق للجهة المصدرة استدعائها في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصدارها، مقابل دفع سعر معين يطلق عليه سعر الاستدعاء، وعند تقييم هذا النوع من السندات يأخذ بالتدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء، والمعادلة الموالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{A} \frac{C_t}{\left(1+K\right)^t} + \frac{S}{\left(1+K\right)^A}$$

حيث:

S: سعر الاستدعاء.

A: تاريخ الاستدعاء.

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص ص: 514-515.

المطلب الثاني: مدخل التوزيعات لتقييم الأسهم

يمثل مدخل التوزيعات الطريقة الأكثر شيوعا والمستخدمة لتقييم الأسهم، ويتطلب هذا المدخل القيام بتقدير توزيعات السهم من الأرباح المتوقعة في المستقبل، وكذلك معدل العائد المطلوب، إضافة إلى تحديد عدد الفترات أو السنوات التي من المتوقع أن تستمر التوزيعات خلالها.

وهناك أكثر من صورة يمكن استخدامها في هذا المدخل للوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، وهي صور تقوم على فروض معينة بشأن نمط التوزيعات المستقبلية، ويمكن النظر لهذه الصور من خلال النماذج الموالية:

- نموذج النمو الصفري؛
- نموذج النمو الثابت؛
- نموذج النمو غير الثابت.

I- نموذج النمو الصفري

يعبر نموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة عن الحالة التي تكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، بما يعني أن النمو الدوري لها يساوي الصفر.

ويستخدم هذا النموذج للتوزيعات بغية الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، التي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن -فترة الحيازة-، إضافة إلى القيمة الحالية للسعر المتوقع للسهم في نهاية فترة الحيازة، وذلك وفقا للمعادلة الموالية:[1]

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + P_3$$

حيث:

P_0: القيمة الحقيقية للسهم.

D_1، D_2، D_3: التوزيعات المتوقعة للسهم عبر السنوات 1، 2، 3.

P_3: السعر المتوقع للسهم في السنة 3.

K: معدل الخصم -تكلفة رأس المال-.

---

[1] - B. Jacquillat & B. Solnik, 2002, Op-cit, p: 151.

هذا ولقد تم اعتبار فترة الحيازة والتوزيعات محصورة في ثلاث سنوات فقط، ولكن في الحقيقة فترة حيازة السهم غير محدودة -لانهائية-، لذلك يمكن إعادة صياغة العلاقة السابقة بعلاقة جديدة تختفي منها القيمة الحالية للسعر المتوقع للسهم في نهاية الفترة، لتصبح كما يلي:[1]

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots\dots\dots\dots \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

وبما أن D_t متساوية عبر الزمن، فإن:

$$P_0 = D \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K)^t}$$

وهكذا يصبح من السهل تقييم القيمة الحقيقية للسهم الذي تتسم توزيعاته بالثبات عبر الزمن.

وما سبق يندرج تحت باب تقييم السهم من خلال الوصول إلى القيمة الحقيقية، ولكن يمكن استغلال المعادلة السابقة لتقييم السهم بطريقة غير مباشرة انطلاقا من معدل العائد المتوقع بدلا من معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب كما سبق عرفته[2]، وذلك وفقا للمعادلة الموالية:

$$\bar{K} = \frac{D}{P_m}$$

حيث:

P_m: القيمة السوقية للسهم.

$\bar{K}$: معدل العائد المتوقع.

ومن ثم فإنه إذا كان معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار يزيد عن معدل العائد المتوقع، فهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من ذلك، فيعد مؤشرا لكون القيمة السوقية للسهم أقل مما ينبغي.[3]

1- Idem, p: 152.

2- ارجع إلى المبحث الأول، المطلب الثالث من هذا الفصل.

3- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 382.

وهـذا النموذج يعتبر في الوقت الحالي غير واقعي، إذ تندر الحالات التي تظل التوزيعات فيها ثابتة إلـى الأبد، ومع هذا لا يزال له فرص تطبيق على البعض من الأسهم الممتازة التي عادة ما تكون توزيعاتها السنوية ثابتة.

2- نموذج النمو الثابت

يعتمد على هذا النموذج والمسمى أيضا بنموذج جوردن تشبيرو إذا كانت التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم في الشركة يتوقع أن تزداد وفق معدل نمو ثابت حتى نهاية فترة الحيازة -ما لا نهاية-، من خلال هذا النموذج يمكن تبسيط معادلة القيمة الحقيقية للسهم، وفق ما يلي:[1]

$$P_0=\frac{D_1}{K-G}=\frac{D_0(1+G)}{K-G}$$

حيث:

G: يمثل معدل نمو التوزيعات وهو ثابت.

D_0: التوزيع الحالي في سنة التقييم.

فالمعادلة السابقة تقوم على افتراض أساسي مؤداه أن $G < K$، وإلا لم يكن لهذه المعادلة أي معنى.

ويشـير راد كلـيف في هذا الصدد أن فرض ثبات معدل النمو هو فرض نظري بعيد نوعا ما عن الحـياة العملية، إذ على الرغم من إمكانية وجود شركة لها نمو أرباح معقول وثابت خلال فترة طويلة نسبيا مـن الزمـن، لكـن لا يمكن أن يتم ذلك الثبات خلال كامل عمرها، لذا تضل المعادلة السابقة صالحة نسبيا للتطبيق عندما يكون تباين معدل النمو من سنة إلى أخرى طفيفا.[2]

أمـا في حالة عدم توفر بيانات كافية تمكن من استخدام المعادلة السابقة، مثل عدم التمكن من تقدير الحـد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، فإنه يمكن تقييم السهم بطريقة غير مباشرة، وذلك وفقا للمعادلة الموالية:[3]

$$\bar{K}=\frac{D_1}{P_m}+G$$

1- A. Choinel, <u>Introduction à l'ingénierie financière</u>, Revue banque édition, Paris, 3ème édition, 2002, p: 137.

2- R. Radcliffe, 1994, Op-cit, p: 448 in

منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص:378.

3- محمد الصالح الحناوي، 2000، مرجع سابق، ص: 202.

ومــن خــلال هــذه المعادلــة يمكن للمحلل المالي مقارنة العائد المتوقع مع العائد المطلوب على الاستثمار، فإذا ما اتضح أن معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فهذا يعني أن السعر الذي يباع به السهم مغال فيه، والعكس إذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب.

ومن المعادلة السابقة يمكن الوصول إلى السعر الحقيقي للسهم وفقا لخط سوق الأوراقة المالية، عندما يكون معدل العائد المتوقع مساويا لمعدل العائد المطلوب، وهو ما يتحدد بالمعادلة الموالية:

$$\overline{K}=K=\frac{D_1}{P_0}+G$$

ومن ثم:

$$P_0=\frac{D_1}{K-G}$$

3- نموذج النمو غير الثابت

3-1- مبدأ النموذج

نموذج النمو غير الثابت للتوزيعات هو نموذج يقوم على أساس أن التوزيعات المستقبلية لا تنمو على وتيرة واحدة، باعتبار أن الكثير من الشركات خاصة الحديثة النشأة منها تتسم توزيعاتها بتقاب معدلات النمو، حيــث تقــوم في بداية حياتها بإعادة استثمار أرباحها مما يؤدي إلى ندرة توزيعها، ثم بعد ذلك تبدأ تدريجيا بتوزيع الأرباح وفق معدلات نمو متغيرة إلى أن يستقر ذلك المعدل بعد فترة زمنية.

ويمكن تقدير القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتسم معدلات نمو توزيعاتها بعدم الاستقرار، من خلال المعادلة الموالية:[1]

$$P_0=\sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{(1+K)^t}+\frac{D_{n+1}}{K-G}\times\frac{1}{(1+K)^n}$$

$$P_0=\sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{(1+K)^t}+\frac{D_n(1+G)}{K-G}\times\frac{1}{(1+K)^n}$$

حيث:

D_{n+1}: تمثل التوزيعات في السنة n.

n: تاريخ نهاية مرحلة النمو الغير العادي.

G: معدل النمو الثابت الذي يستمر منذ نهاية مرحلة النمو الغير عادي.

1- A. Choinel, 2002, Op-cit, p: 138.

ومن هذا النموذج يمكن اشتقاق حالتين أساسيتين لنمو التوزيعات سوف يتم دراستهما في النقطتين المواليتين.

3-2- النموذج ذو المرحلتين لنمو التوزيعات

هذا النموذج يعالج القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتميز توزيعاتها بالتغير وفق مرحلتين كل مرحلة لها معدل نمو خاص بها، ويمكن صياغة معادلة هذا النموذج وفقا لما يلي:[1]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t(1+G_1)}{(1+K)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{D_t(1+G_2)^{t-1}}{K-G_2} \times \frac{1}{(1+K)^t}$$

حيث:

G_1: معدل نمو التوزيعات في المرحلة الأولى.

G_2: معدل نمو التوزيعات في المرحلة الثانية.

3-3- النموذج ذو المراحل الثلاث لنمو التوزيعات

وفقـــا لهـــذا النموذج فإن مولودوفسكي "Molodowski"يرى بأن القيمة الحقيقية للسهم تمثل القيمة الحالــية للــتوزيعات أثــناء المراحل الثلاث للنمو، أي القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع، مضـــاف إلـــيها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة التحول -مرحلة النمو المنخفض تدريجيا-، بالإضـــافة إلى القيمة الأخيرة للتوزيعات في المرحلة الثالثة -مرحلة النمو المستقر- إلى ما لا نهاية، ويمكن التعبير عنها وفقا للمعادلة الموالية:[2]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{D_0(1+G_1)^t}{(1+K)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{D_{n_1}(1+G_2)}{(1+K)^t} + \frac{D_{n_2}(1+G_3)}{(K-G_3)(1+K)^{n_2}}$$

حيث:

D_{n1}: التوزيعات في نهاية مرحلة النمو المرتفع.

D_{n2}: التوزيعات في نهاية مرحلة النمو المنخفض تدريجيا.

n_1: عدد سنوات مرحلة النمو المرتفع.

n_2: عدد سنوات مرحلة النمو المنخفض تدريجيا.

G_1، G_2، G_3: معدلات النمو في مراحل النمو المرتفع والمنخفض تدريجيا المستقر على التوالي.

[1]- محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان وجلال العبد، 2002، مرجع سابق، ص: 217.

[2]- N. Amenc & V. Le sourd, Gestion quantitative des portefeuilles d'action, Economica, Paris, 2002, p: 16.

المطلب الثالث: مداخل أخرى لتقييم الأسهم

بالإضافة لمدخل التوزيعات لتقييم الأسهم هناك مداخل أخرى تمكن من الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، يمكن ذكر البعض منها وفق مايلي:

- مدخل الربحية؛
- نموذج تقييم التدفق النقدي؛
- نموذج تقييم فرص الاستثمار.

1- مدخل الربحية

يمثل مدخل الربحية بديل آخر لتقييم السهم العادي على أساس ربحيته وليس توزيعاته، وهذا المدخل هو عبارة عن إثبات لأفكار البعض الّذي يعتقد أنه طالما الأرباح المتولدة هي من حق حملة الأسهم، فإن التقييم السليم لابد أن يكون على أساسها وليس على أساس التوزيعات، لأنه حتى ولو تم احتجاز أرباح فهي تمثل استثمار إضافي في أصول الشركة من قبل حملة الأسهم، ولتوضيح هذا المدخل سوف يتم تناوله من خلال نموذجين:

1-1- نموذج تقييم الربحية

حسب هذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية للربحية المستقبلية للسهم- التي تتأثر بالاستثمارات المستقبلية- مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من الاستثمارات المستقبلية التي تمثل الأرباح المحتجزة، وذلك وفقا للمعادلة الموالية:[1]

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EPS_t - IPS_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

P_0: القيمة الحقيقية للسهم.

EPS_t: ربحية السهم المتوقعة للفترة t.

IPS_t: حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة- أرباح محتجزة- للفترة t.

K: معدل الخصم -معدل العائد المطلوب-.

فهذه المعادلة هي تقييم لمجرى الربحية المستقبلية للسهم، والتي تعود قانونا لحملة الأسهم، وهي تقييم أيضا للاستثمارات المستقبلية المتوقعة التي يقوم بها حملة الأسهم لخلق سيل متدفق من EPS.

---

[1]- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص ص: 388 -394.

ويطلــق أيضا على هذه المعادلة بالنموذج العام لتقييم الربحية، وإذا ما افترض أن الربحية المستقبلية للسهم تنمو بمعدل نمو G يميل إلى الثبات، فإنه يمكن كتابة هذه المعادلة بشكل أسهل كما يلي:[1]

$$P_0 = \frac{EPS_1 - IPS_1}{K - G}$$

ومــن هــنا يلاحظ أن هناك تطابق بين نموذج التوزيعات للأرباح[2] الذي يركز على صافي التدفقات الــنقدية المسلمة من قبل المستثمر -أرباح Dividendes- ونموذج تقييم الربحية، الذي يركز على احتساب كل من الملكية القانونية لربحية السهم المتوقعة وزيادة الأرباح من إعادة الاستثمارات المستقبلية.[3]

وكحالــة خاصــة فإذا كان العائد المطلوب من طرف المستثمرون مساويا لمعدل العائد على حقوق الملكية، فإن قيمة السهم ببساطة يمكن صياغتها في المعادلة الموالية:[4]

$$P_0 = \frac{EPS_1}{K}$$

وهــذه الحالة تشبه إلى حد كبير حالة النمو الصفري في نموذج التوزيعات، لأنه عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساويا لمعدل العائد المتوقع على حقوق الملكية، فلا يكون للأرباح المحتجزة تأثير على تقدير القيمة الحقيقية للسهم.[5]

1-2- نموذج مضاعف الربحية -PER-

إلى جانب نموذج تقييم الربحية، الذي يقيم السهم على أساس الربحية، هناك نموذج آخر وهو نموذج مضــاعف الربحية أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى ربحيته، الذي يعنى أيضا بتقدير القيمة الحقيقية للسهم انطلاقا من ربحيته، ويمكن التعبير عن مضاعف الربحية انطلاقا من المعادلة الموالية:

$$P/E = PER = \frac{P_m}{EPS}$$

حيث:

P/E: مضاعف ربحية السهم.

P_m: السعر السوقي للسهم.

EPS: ربحية السهم.

1- خالد وهيب الراوي، 2000، مرجع سابق، ص: 289.

2- أنظر الصفحة 141 .

3- نفس المرجع، ص: 290.

4- خالد وهيب الراوي، 2000، مرجع سابق، ص:290.

5- منير إبراهيم هندي، 1999، مرجع سابق:أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص: 391.

وهذه النسبة تشير لسعر الدينار المدفوع -الّذي يبدي المستثمر استعداده لدفعه- في مقابل كل دينار واحد من الربحية المتولدة من الاستثمار في السهم.

والسعر السوقي للسهم سهل التحديد ما دام ينشر في النشرة المالية أما ربحية السهم فيصعب تحديدها في بعض الأحيان ، لذلك يتم الاعتماد على رقم ربحية السهم المعلن عنها إلا أن ذلك قد يطرح إشكالا، يتمثل فـــي كون المستثمر يقبل على الاستثمار في الورقة المالية ليس لسبب ما حققه السهم من ربحية في الماضي، ولكـــن لما سيحققه هذا السهم في المستقبل، لذلك يقوم بعض المحللين للأوراق المالية، بالتبليغ عن نسبة P/E اســـتنادا للـــتوقعات عن ESP للسنة القادمة، بشكل دقيق وبعيد عن كل مظاهر الشذوذ أو مظهر من مظاهر الاعتيادية، وذلك بالاعتماد على نماذج إحصائية معبرة.

والطريقة الأسهل في توضيح ذلك هي استخدام نموذج معدل النمو الثابت للتوزيعات:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-G}$$

باعتبار: $D_1 = E(1 - b)$ و b: معدل حجز الأرباح.

وعند القيام بقسمة طرفي المعادلة أعلاه على ربحية السهم للسنة القادمة يمكن إيجاد:[1]

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{1-b}{K-G}$$

2- نموذج تقييم التدفق النقدي[2]

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيراد كل سهم هناك عدد من المصاريف لا تمثل سوى قيودا محاسبية (كالإهتلاكات، إطفاء براءة الاختراع، شهرة المحل وديون معدومة...إلخ)، والمقيم وفقا لهذا النموذج يرى بأنه من المعقول إضافة هذه المصاريف -غير نقدية- إلى إيرادات كل السهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم، ويتم التوصل إلى التدفقات النقدية من العمليات للسنة t لكل سهم كما يلي:

$$CF_t = EPS_t + NCE_t + N_t$$

حيث:

CF_t: التدفق النقدي لكل سهم في السنة t.

1- خالد وهيب الراوي، 2000، مرجع سابق، ص: 287.

2- نفس المرجع، ص ص: 290- 293

NCE_t: يمثل مجموع المصاريف غير النقدية في السنة t.

N_t: تمثل عدد الأسهم المتوقع كرصيد قائم في السنة t.

وإذا أردنا معالجة هذه التدفقات خلال فترة التقييم كنقد متاح لأصحاب الملكية، فيجب أيضا الإشارة صراحة إلى أن مثل هذه التدفقات النقدية قد أعيد استثمارها هي الأخرى، والاستثمار الكلي المتوقع لكل سهم GPS يصبح كمايلي:

$$GPS_t = IPS_t + NCE_t + N_t$$

حيث:

IPS_t: الاستثمار المتوقع لكل سهم في السنة t.

ومن ثم يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم بتقييم التدفقات النقدية من خلال المعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t - GPS_t}{(1+K)^t}$$

3- نموذج تقييم فرص الاستثمار[1]

نموذج تقييم الفرص الاستثمارية يفصل قيمة السهم إلى قيمة الأصول الموجودة وقيم فرص الاستثمار المستقبلية، لذلك يرى أنه إذا كانت الشركة تتوقع المحافظة على أرباح محتجزة ثابتة b، وقادرة على الاستثمار بعوائد ثابتة في استثمارات جديدة ROE، فإن القيمة الحقيقية للسهم وفق هذه المعادلة تكون كما يلي:

$$P_0 = \frac{EPS_0}{K} + \frac{b(EPS_0)}{K-G} \times \frac{ROE - K}{K}$$

حيث:

b: معدل حجز الأرباح.

ROE: معدل العائد على حقوق الملكية في الاستثمارات الجديدة.

وتمثل المعادلة السابقة نموذج تقييم النمو الثابت لفرص الاستثمار، أما إذا كانت قيم كل من ROE و b تنموان بنمو غير ثابت، فإن النموذج السابق يمكن صياغته في معادلة أكثر عموما كمايلي:

$$P_0 = \frac{EPS_0}{K} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{b_t EPS_t (ROE - K)}{K} \times \frac{1}{(1+K)^t}$$

[1]- نفس المرجع، ص ص: 293 -295.

خاتمة الفصل الرابع

تناول هذا الفصل إلى مختلف الطرق المنتهجة في عملية التقييم، وقبل التطرق إلى هذه الطرق تم التعريج إلى مختلف الأدوات المساعدة والمستخدمة في عملية التقييم مثل العائد والذي له أنواع عدة منها العائد المحقق، العائد المتوقع والعائد على السند وكذلك المخاطرة التي تعبر عن درجة التذبذب الحاصل في قيمة العوائد المتوقعة، فتم تناول طرق قياس المخاطرة وكذلك مختلف أصنافها ومصادرها، وكذا التعرف أيضا على معدل الخصم وكيفية حسابه وفقا لطريقة المكونات وطريقة تكلفة الأموال المرجحة، لاعتباره مدخلا أساسيا من مدخلات العملية التقيمية.

أما فيما يتعلق بطرق التقييم فقد تم تناولها في مجموعتين كل مجموعة تختلف عن المجموعة الأخرى وفق السوق المطبقة فيها. ففي السوق الأولية تم التطرق إلى طريقة الأصول الصافية المصححة من أجل الوقوف على القيمة الحقيقية للشركة ومن ثم القيمة الحقيقية للورقة المالية. كما تعرضنا أيضا إلى طريقة الكودويل والتي تهتم بتقييم القيم المعنوية للشركة، وتعتبر كتكملة لطريقة الأصول الصافية المصححة. وتم التطرق أيضا إلى طريقة استحداث التدفقات النقدية وطريقة القيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها من الطرق المبنية على الاستحداث تهم بتقييم الأوراق المالية للشركة من خلال الوصول إلى قيمتها الإجمالية.

أما عن طرق التقييم المطبقة على مستوى السوق الثانوية فتم تناولها من خلال نماذج تقييم السندات بأنواعها الدائمة وذات تاريخ الاستحقاق والقابلة للاستدعاء، كما تم التطرق إلى نموذج التوزيعات لتقييم الأسهم والذي يعتبر أكثر النماذج تطبيقا في التقييم، وله أنواع عدة تختلف باختلاف الحالة المطبقة فيها، فيوجد نموذج النمو الصفر ونموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتغير. أما المداخل الأخرى للتقييم الذي تم التعرف عليها فكلها تقوم على ربحية السهم فمنها مدخل الربحية ومدخل تقييم التدفق النقدي ومدخل تقييم فرص الاستثمار.

الباب الثالث

تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر

الباب الثالث: تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر

بعـد الانـتهاء من البابين السابقين والذين تمحورا حول دراسة الجوانب النظرية المتعلقة بالأوراق المالية، أسواق الأوراق الملية، المعلومات وتحليلها كدعامة أساسية لعملية التقييم ومختلف طرق التقييم، والتي كانت بمثابة نموذج يقتدى به في تحليل بورصة الجزائر من حيث الهيئات المنظمة لها ونظام سيرها ومختلف الأوراق المالية المتداول بها وواقع تقييمها، مع دراسة حالة تتعلق بتقييم سهم مجمع رياض سطيف ببورصة الجزائر.

وتشكل هذه النقاط محور اهتمام هذا الباب والذي يتضمن فصلين:

- بورصة الجزائر؛
- تقييم سهم مجمع رياض سطيف.

الفصل الخامس

بورصة الجزائر

الفصل الخامس: بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر وليدة التطورات التي شهدتها الساحة الاقتصادية في فترة الإصلاحات، في إطار ما يعرف بإعادة هيكلة الاقتصاد الوطني لسيما القطاع المالي منه، بهدف التحول نحو اقتصاد السوق. ومع إن بورصة الجزائر حديثة النشأة وذات خبرة تكاد تكون منعدمة إلا أن الدولة حاولت منذ انطلاقها مواكبتها لنضرتها من البورصات العربية والعالمية خاصة في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية العمومية كانت أو خاصة، وذلك من خلال وضعها في إطار تشريعي محكم يكفل لها عملية التنظيم وفق هيئات وشروط لتدخل الغير بها. وللتعرف أكثر على بورصة الجزائر سيتم تناولها في هذا الفصل من خلال النقاط الموالية:

- نشأة بورصة الجزائر ونظام سيرها؛
- الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وعملية قيدها؛
- واقع ومعوقات بورصة الجزائر.

المبحث الأول: نشأة بورصة الجزائر ونظام سيرها

سيتم تناول هذا المبحث من خلال مايلي:

- ظروف نشأة بورصة الجزائر؛
- الهيئات المنظمة لبوصة الجزائر؛
- المتدخلون في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: ظروف نشأة بورصة الجزائر[1]

بعد تبني الجزائر لفكرة الإصلاحات الاقتصادية المعلن عنها في سنة 1987 والتي دخلت حيز التنفيذ بداية من سنة 1988، فقد تمت المصادقة على قوانين اقتصادية تزكي استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة بشكل يكفل الجزائر إلى اقتصاد السوق، وبما يجعل من رأس مال المؤسسات العمومية مقسم إلى عدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة. وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العامة إلى شركات اسهم SPA، تسير وفق أحكام القانون التجاري لسنة1975 والمكمل بقانون عام 1988. وهذا ما أدى إلى برزت الحاجة لوجود سوق أوراق مالية أو ما يسمى ببورصة في الجزائر كأداة تسهم في تمويل المؤسسات في ظل التأكد من فشل نظام المديونية أو الاستدانة، بالإضافة إلى الشحة الكبير التي عرفتها الجزائر في نهاية الثمانينات ومطلع التسعينيات بخصوص التمويل عن طريق القروض المصرفية التي تمنحها البنوك، وكذلك أيضا بروز الحاجة لدى المؤسسات الجزائرية للحصول على قدرات تمويلية تتعدى قدرتها الذاتية بما يمكنها من التوسع من أجل معايشة المفهوم الاقتصادي الجديد أي اقتصاد السوق. فكل هذا جعل الدولة تستجيب بالبحث عن طرق أخرى لتمويل المؤسسات أو الاقتصاد الوطني بصفة عامة، مما أثمر عن بداية الإعداد لإنشاء سوق أوراق مالية -بورصة- بدعم من هيئات استشارية مختلفة منها الكندية -كوبير أند لايبرند-، يكون هدفها ضمان تمويل مختلف النشطات بشكل دائم وفعال يتماشى مع قانون القرض والنقد رقم 10/90 المؤرخ في 90/04/14 الذي يتيح للمؤسسات تمويل استثماراتها دون اللجوء إلى القروض المصرفية.

فقد أجمع الاقتصاديون الجزائريون على أن بورصة الجزائر مرت بعدة مراحل خلال نشأتها:

في 1990/11/09 اتخذت الحكومة قرار إنشاء هيئة مؤهلة وهي الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية الناشئة بموجب قانون رقم 03/88 المتعلق بصناديق المساهمة، أعطى لهذه الهيئة تسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة société des valeur mobilières " وذلك تحت صيغة شركة أسهم ذات رأس المال

[1]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 369- 371.

- شمعون شمعون، دون سنة نشر، مرجع سابق، ص ص: 79-80.

قدر بمبلغ 320000 دج، يدير هذه الشركة مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة.

وفي سنة1991 فقد تم التحضير لأن تكون هذه البوصة جاهزة للتشغيل على المستوى المادي، حيث تم إصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 91/05/28 تنص على ما يلي:[1]

- المرسوم التنفيذي رقم 169/91 يهتم بتنظيم المعاملات الخاصة وتداول الأوراق المالية، وقد عرف هذا المرسوم القيم المتداولة على أنها منتوج مالي قابل للتداول في البورصة وقابل التجزئة.

- المرسوم التنفيذي رقم 170/91 يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنوع الأوراق المالية الأخرى، وكذلك إشكالية وصيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات رؤوس الأموال.

- المرسوم التنفيذي رقم 171/91 يهتم بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتشجيع الادخار وممارسة الرقابة على السوق.

أما عن شركة القيم المتداولة فبيقت دون تشغيل وتأخرت في القيام بدورها نظرا لبعض العوائق التنظيمية ومشاكل منها ظألة راس المال وظبط مهامها، لذلك تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ قرار رفع راس مالها ليصل لمبلغ 9320000 دج، وكذا تعديل قانونها الأساسي خاصة البنود المتعلقة بتسميتها حيث أخذت رسميا اسم" بورصة القيم المتداولة bourse des valeur mobilières".

وفي عام 1993 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر وذلك بموجب المراسيم التشريعية التالية:[2]

- المرسوم التشريعي رقم 08/93 المؤرخ في 93/04/25 المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.

- المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 93/05/23 المتعلق بسوق الأوراق المالية حيث اقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة.

- المرسوم التشريعي رقم 176/94 المؤرخ في 93/07/13 الذي حدد فيئات الأشخاص المعنوية التي يمكن إعتمادها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسطاء، وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق المساهمة والتي حلت فيما بعد وعوضت بالشركات القابضة سنة 1995.

فهذه المرحلة سمحت بتوفير شروط مناسبة لقيام بورصة القيم المتداولة في الجزائر.

أما الافتتاح الرسمي لبوصة الجزائر كان سنة 1997 تحت إسم بورصة القيم المتداولة.

1- M. Mansouri, La bourse des valeurs mobiliéres d'Alger, Edition dar houma, Alger, 2002, p: 8.

2- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص: 138.

المطلب الثاني: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

هناك ثلاث هيئات في الجزائر تتولى مهمة تنظيم بورصة القيم المتداولة، وهي:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- شركة تسيير بورصة القيم؛
- المؤمن المركزي للسندات.

I- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

بالرغم من أن هذه اللجنة قد تم تأسيسها بمقتضى المرسوم التشريعي 93-10 بتاريخ 1993/05/23 إلا أن تعيين أعضائها تم بتاريخ 1995/12/27، كما أن التنصيب الرسمي لم يتم إلا في غضون شهر فيفري 1996.

فهذه اللجنة تتمتع بشخصية معنوية مستقلة ماليا، مسخرة وفقا لأحكام المادة 30 من المرسوم التشريعي 10/93 لحسن سير السوق وضمان أمن المعاملات وشفافيتها وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية.

وتتكون هذه اللجنة من رئيس معين بمرسوم رئاسي وستة أعضاء يتم تعيينهم لمدة أربع سنوات منهم قاض يقترح من وزير العدل، عضويقترح من الوزير المكلف بالمالية، أستاذ جامعي يقترح من وزير التعليم العالي، عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر، عضو يختار من بين مسيري الأشخاص المعنوية المصدرة للأوراق المالية وعضو أخر مقترح من المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.[1]

فقد قامت هذه اللجنة في البداية بأنشطة عديدة ومتنوعة، كان الغرض من ورائها عموما تحضير وتهيئة الأرضية الصلبة لتأسيس بورصة الجزائر وإخراجها إلى حيز الوجود، ومن بين أهم الأنشطة والأعمال التي تولت إنجازها هذه اللجنة والإشراف عليها تسخير العديد من البرامج التكوينية، وكذا التربصات بالخارج والداخل، إضافة إلى طلب المساعدة الفنية خاصة من هيئة الاستشارة الكندية، كما قامت أيضا بإعداد الكثير من النصوص التنظيمية التي تخص البورصة.

---

[1]- الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم:10/93، المادة:12-13، العدد:11، 2003/02/19، ص:23.
-Prospectus d'information, L'organisation les missions les pouvoirs de la commission, COSOB, Alger, 2004.

كما قامت أيضا بوضع قانونين نشرا في 98/12/28 بموجب قرار إداري لوزارة المالية، الأول مرتبط بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البوصة والثاني يخص المعلومات القابلة للنشر من طرف الشركات والتنظيمات التي تحفز على الادخار.[1]

فقد سهرت هذه اللجنة على إنهاء وإتمام النصوص التنظيمية اللازمة لانطلاق البورصة، وتنظيم عملياتها في الجزائر حيث أقمت سبعة أنظمة إضافة إلى تعليمة، وهي:[2]

- النظام رقم 96-02 يتعلق بالمعلومات التي ينبغي نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للإنجاز.
- النظام رقم 96-03 يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة.
- النظام رقم 97-01 يتعلق بمساهمة الوسطاء في عمليات البورصة.
- النظام رقم 97-02 يتعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء مفاوضات على القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-03 يتعلق بسير بورصة القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-04 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-05 يتعلق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملائهم.
- التعليمة رقم 97-01 الصادرة يوم30-11-1997 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة.

وقد قامت هذه اللجنة بإعداد مجموعة من الكتيبات الإيضاحية هي:

دليل المستثمر، دليل القبول، دليل القيم المتداولة، دليل هيئات التوظيف الجماعي في القيم المتداولة، دليل الإصدار الذي يوضح بدقة القيم موضوع الإصدار.

أما الوظائف والسلطات المخولة لهذه اللجنة يمكن ايجازها فيما يلي:[3]

- الوظيفة التنظيمية والتي تهدف إلى الحفاظ على سير البورصة وحماية المستثمرين بها والمتدخلين في عمليتها، من خلال سن التنظيمات المتعلقة بمايلي:
  - رؤوس الموال المستثمرة في عمليات البورصة.
  - شروط دخول وتداول الأوراق المالية في البورصة.
  - إدارة المحافظ الخاصة بالأوراق المالية.
  - العروض العامة لشراء وبيع الأوراق المالية.

---

[1]- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص: 141.

[2]- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=°1, 1998, pp : 06-12.

[3]- الجريدة الرسمية، مرسوم تشريعي رقم:10/93 ، المادة:35-60، العدد: 34، 93/05/23، ص ص:7-10.

- الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم:10/93، المادة:15-19، العدد: 11، 2003/02/19، ص:24.

- قواعد مهنة الوسطاء ونطاق مسئوليتهم والضمانات المقدمة من طرفهم لزبائن.
- القواعد التي تحكم العلاقة بين المؤمن المركزي للسندات والمستفدين من خدمته.
- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسير وإدارة الحسابات الجارية للسندات.
- شروط تأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات.

– وظيفة الحراسة والرقابة التي تتجلى من خلال الرقابة والحرس على تطبيق واحترام الإجراءات القانونية من قبل الوسطاء، والتزام الشركات التي تلجأ إلى الادخار العلني بالإعلام الواسع للجمهور.

– الوظيفة التأديبية والتي تتجسد من خلال غرفة تأديبية وتحكمية، مؤلفة من رئيس وهو رئس اللجنة وأربعة أعضاء أثنين معينين من بين أعضاء اللجنة وأثنين آخرين معينين من طرف وزير العدل. وتوكل لهذه الجنة مهمة حل الخلافات فيما بين الوسطاء، والوسطاء وشركات البورصة أو الزبائن. بالإضافة إلى معاقبة كل من يتسبب في عرقلة سير عمليات البورصة من خلال القيام بعمليات الغش والتدليس أو نشر معلومات خاطئة، وذلك بإجراءات عقابية تتراوح بين الإنذار والغرامات المالية وحتى الحبس.

كما قامت هذه اللجنة بمرافقة والسهر على إنجاح أول عملية إصدار في بورصة الجزائر، وهي عملية إصدار القرض اسندي الخاص لسوناطراك.

2- شركة تسيير بورصة القيم

تأخذ شركة تسيير بورصة القيم شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادية 544 من القانون التجاري، يحكمها قانون أساسي يخضع سنه لموافقة الوزير المكلف بالمالية، ويترأسها رئيس يعين هو الأخر بموافقة الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة، ويشترك الوسطاء في عمليات البورصة في تكوين رأسمالها.[1]

ولقد تم عقد جمعيتها العامة التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 بمقر اللجنة، حيث اجتمعت البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين التي كانت معتمدة كوسطاء في عمليات البورصة.

ونشير أن رأس المال الاجتماعي لشركة إدارة بورصة القيم هو 24 مليون دينار جزائري، ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين. وهي تنشط تحت رقابة اللجنة كما أن قانونها الداخلي مصادق عليه من طرف اللجنة، وأي تغيير فيه لا بد أن يمر عليها وذلك حسب المادة 4 من التعليمة رقم 97/01 الصادرة في 91/11/30، ويتكون مجلس إدارة شركة تسيير البورصة من ممثلي الهيئات المالية التالية:

CNMA، BNA، BEA، CPA، BADR، BDL، CNEP، يونيون بنك، CAAR، CAAT، SAA، CCR.

[1]– الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم:10/93، المادة:09، العدد: 11، 2003/02/19، ص: 22.

فمن هنا يتبين أن شركة تسيير بورصة القيم هي شركة مساهمة مجلس إدارتها يتكون من هيئات مالية عمومية باستثناء ممثل واحد -من 12- وهو يونيون بنك.

أما الوظائف الموكلة لها يمكن اجازها في ما يلي:[1]

- تسهيل الصفقات بين الوسطاء في عمليات البورصة من خلال سن قوانين وقواعد تحكم سير النشاط، وتسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها، وكذا وضع نظام قرارات للتنظيم والانضباط.
- ترقية تجارة الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق وتوفير المعلومات للمستثمرين.

3- المؤمن المركزي للسندات[2]

وهو هيئة مالية تمارس مهامها في شكل شركة ذات أسهم برأسمال قدره 65 مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسيه، وهم البنوك العمومية الخمسة -BNA، CPA، BEA، BADR، CNEP-، إضافة إلى المؤسسات الثلاث المسعرة في البورصة -صيدال، الرياض سطيف وفندق الأوراسي-. ولا يفتح رأس ماله إلا لشركة تسيير بورصة القيم، الشركات المقيدة والوسطاء في عمليات البورصة، وتعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين فيه بحكم القانون، كما يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأس ماله إلى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح من إدارة المؤمن. ويخضع وضع القانون الأساسي للمؤمن وتعديله، وكذا تعين المدير العام والمسيرين الأساسين إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية بعد موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ويتمثل دور المؤمن المركزي فيمايلي:

- الحفاظ على السندات من خلال فتح الحسابات والسهر على استمرار حركياتها.
- إدارة وتنفيذ العمليات على السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها.
- إصدار المعلومات الخاصة بسوق البورصة، والمتعلقة ب:
  - تنفيذ الأوامر.
  - حركية الحسابات.
- الترقيم القانوني للسندات.

وقد كان الهدف الرئيسي من إنشاء المؤمن هو:

- العمل على زيادة سرعة التداول.
- مركزية التعامل انطلاقا من تسير الأوراق المالية للشركات المقيدة على مستوى البورصة.

---

[1]- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص ص: 143-144.

[2]- الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم:10/93، المادة:09، العدد: 11، 2003/02/19، ص ص:23-24.

- Prospectus d'information, Le teneur de compte: conservateur de titre, COSOB, Alger, 2004.

- ضمان سيولة السوق.

أما عن المهام التي أنطت به عند الانطلاق فتمثلت في:

- جمع الشهادات الاسمية للأسهم.
- تحويل الشهادات الاسمية إلى حسابات خاصة.

ومن المهام المنوطة أيضا بالمؤمن المركزي تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة.

وقد تمت تسمية المؤمن رسميا باسم "الجزائرية للتسوية Algéric clearing"

المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر

نتميز في هنا بين الوسطاء في عمليات البورصة والمتعاملين الآخرين:

- الوسطاء في عمليات البورصة؛
- المتعاملون الأخرون.

I- الوسطاء في عمليات البورصة

فحسب المرسوم التشريعي رقم 93 /10 المؤرخ في 93/05/23 في مادته الخامسة فقد خول المشرع الجزائري للوسطاء من أشخاص طبيعيين أو شركات ذات الأسهم القيام بوظيفة الوساطة في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة.

ولقد رخصت السلطات العمومية بصفة انتقالية ولفترة خمس سنوات ابتداءا من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993 لكل من البنوك والهيئات المالية وشركات التأمين، من إمكانية منحها الاعتماد لممارسة نشاط وسيط في عمليات البورصة، شريطة أن تثبت هذه الأخيرة بداخلها وجود قسم مستقل يحقق الفصل بين نشاط وسيط العمليات في البورصة والأنشطة الأخرى لهذه الهيئات.

وما يلاحظ بعد انقضاء مدة عشرة سنوات هو بقاء مهمة الوساطة البورصية بالجزائر في يد البنوك والهيئات المالية الأخرى سابقة الذكر، حيث تم تأسيس شركات وساطة مكونة فيما بين هذه الهيئات في شكل شركات مساهمة ترجع ملكية أسهمها إلى هذه الهيئات.

ويبقى أن نشير أنه يوجد خمس شركات وساطة في الجزائر، وهي:[1]

- الرشاد المالي: وتتكون من BEA، CNMA، CCR.

---

[1]- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=° 1, 1998, p: 47.

- الشركة العامة للتمويل -صوجيفي-: CPA، CNEP، CAAT.
- الشركة المالية للاستشارة والتوظيف -صوفيكوب-: BNA، BDL، SAA.
- شركة التوظيف في القيم المتداولة-أسبيفي أم-: BADR، CAAR.
- يونيون بنك بورس-وهو الوسيط الوحيد رأسماله خاص-.

بالإضافة إلى هؤلاء الوسطاء هناك وسيطين منحا الاعتماد ولكن لم يشاركا في القيام بمهامهما لدى شركات تسيير البورصة وهما "ايسي" فرع لشركة كاروود أمريكية و"فيجي" فرع لشركة تونس للقيم.

كما يلاحظ أيضا أن السلطات نظمت الوسطاء في عمليات البورصة في فئتين:

- وسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط الغير محدود وهم الذين يقومون إلى جانب مهمة التفاوض المتعلقة بالأوراق المالية بعملية شراء أو بيع الأوراق لحسابهم سواء بصفة رسمية أو غير رسمية، وكذلك توظيفها لحساب الغير وتسيير المحافظ.
- وسطاء في عمليات البورصة ذوي النشاط المحدود وهم الذين يقومون بنشاط محدود ومقتصر فقط على الوساطة في التفاوض على الأوراق المالية لحساب الغير.

أما الأنشطة الممارسة من طرف هؤلاء الوسطاء تتمثل في:[1]

- عمليات توظيف لحساب الغير.
- التوظيف أثناء إصدار الأوراق المالية.
- يقفون موقف الطرف الأخر في العمليات على الأوراق المالية سواء كانت ثناوية أو رئيسية.
- تسير المحافظ المالية.
- السعي للقيام بالوظائف السابقة.

أما عن الضمانات المقدمة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة يجب أن تكون معتبرة، لاسيما من حيث تخصيص مبالغ معينة كضمان. بالإضافة إلى ذلك يجب على الوسيط أن يكون على دراية تامة بالمحيط الاقتصادي للبورصة بصفة عامة ومحيط الشركات المقيدة في البورصة بصفة خاصة.[2]

2- المتعاملون الأخرون

ما يمكن ملاحظته هنا أن التشريع الجزائري يتيح المجال واسعا أمام تدخل الأشخاص الطبيعيين لاستثمار أموالهم، من خلال ما تمنحه البورصة على منتوجات مالية وفرص استثمار، وهذا الاستثمار إما يكون من خلال:[3]

---

[1]- Guide de l'admission, COSOB, Alger, Novembre 1997, p: 17.

[2]- Idem, pp: 18-19.

[3]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 397-398.

- تكوين محافظ مالية شخصية مسيرة مباشرة من قبل أصاحبها أو مسيرة من طرف الوسيط.
- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وهي شركات المساهمة راس مالها يبلغ 5 ملايين دج كحد أدنى، لا يمكن النزول عنه لمدة أربعة اشهر ابتداء من تعليق عملية شراء الأسهم.
- الصناديق المشتركة للتوظيف وهي صناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية حيث أنها تمثل مجرد ملكية مشتركة للقيم المتداولة، ويحدد رأس مالها الأدنى ب 1 مليون دج لا يجوز النزول عنه.

ونشير أنه تم اعتماد شركة استثمار ذات رأس المال المتغير بمقتضى مقرر رقم 98-10 الصادر في 31-03-1998 من طرف اللجنة لفائدة شركة الاستثمار المالي المكونة من BNA، SAA، BDL برأس مال 120 مليون دينار جزائري.[1]

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وعملية قيدها

يمكن تناول الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وعملية قيدها من خلال مايلي:

- الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وطرق تداولها؛
- شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر؛
- الشركات المقيدة في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وطرق تداولها

سيتم تناول هذا المطلب من خلال ما يلي:

- الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر؛
- الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر؛
- التداول في بورصة الجزائر.

1- الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

يميز المشرع الجزائري بين ثلاث أنواع من الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر، وهي:[2]

1-1- الأسهم

ينطوي تحت ظل الأسهم القابلة للتداول في بورصة الجزائر الأنواع الموالية:

[1]- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=° 1, 1998, p: 47.

[2]- Prospectus d'information, les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004.

- أسهم عادية.
- أسهم التمتع.
- أسهم جزئية.
- أسهم ذات الأولوية في توزيعات الأرباح.
- الأسهم الخاصة.

1-2- السندات

ويمكن التمييز بين أنواع السندات القابلة للتداول في بورصة الجزائر، كما يلي:

- سندات عادية.
- سندات المشاركة.
- السندات ذات المعدل الثابت.
- السندات ذات المعدل المتغير.

1-3- أوراق أخرى

ونميز هنا بين ما يلي:

- شهادات الاستثمار.
- سندات المساهمة.
- السندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم

2- الأوامر المستخدمة في بورصة الجزائر[1]

كما تمّ التعرّف سابقا على الأوامر بأنها تعليمة يقدمها عميل ما إلى وسيط ما في عمليات البورصة أو يبادر بها هذا الأخير في إطار وكالة تسيير أو نشاط بمقابل لتعرض في السوق، فإن أوامر بورصة الجزائر قد نظمت على غرار الأوامر المستخدمة في البورصات الكلاسيكية، وذلك من أجل تفادي أي غموض أو التباس بين أطرافها، ولهذا فهناك ثلاث أشكال للأوامر وهي:

- الأمر بالسعر الأحسن.
- الأمر بالسعر المحدد.
- الأمر بسعر السوق.

---

[1]- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص ص: 146-147.

فهذه الأوامر تنقل إلى الوسيط إما كتابيا وعادة ما يكون ذلك عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصـــرف زبونـــه، أو بواســـطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محدد بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط.

كما أنه لا بد من أن تتوفر الأوامر على جملة من البيانات القانونية حتى يعتد بها، وهي:

- موضوع العملية وهل هي شراء أم بيع.
- السعر أو بيان حول سعر الورقة المالية المطروحة للتداول.
- نوع الأوراق المالية المطروحة للتداول.
- عدد الأوراق المالية المطروحة للتداول.
- مدة الأمر وهي المدة اللازمة التي يكون فيها الأمر ساري المفعول.

3- التداول في بورصة الجزائر[1]

3-1- أسلوب التداول

بورصة القيم المتداولة بالجزائر عبارة عن سوق مركزي يسير عن طريق الأوامر، وفي فترة انطلاقها وحتى الآن لم تكن مقسمة بل كل الأوراق تتداول في سوق رسمي وحيد والمحصور في جناح من شركة تسيير بورصة القيم، أين يلتقي الوسطاء لمواجهة أوامرهم.

3-2- طريقة التسعيرة

يـــتم تحديد السعر بطرق متنوعة سواء كانت يدوية أو آلية عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع وطريقة التسعيرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، وقد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدويا وذلـــك راجع لانخفاض حجم الصفقات، كما تعدّ هذه الطريقة من الطرق المثلى بالنسبة لسوق نشأة كبورصة الجزائـــر. غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بازدياد حجم الصفقات وستنتقل إلى مرحلة ثانية تعتمد علـــى نظام تحديد الأسعار مدعمة بأنظمة الحواسب والإعلام الآلي خاصة مع إجراءات التفعيل المتخذة من طرف السلطات الوصية.

3-3- نظام الموازنة

تحدد القاعدة العامة المبادئ المتعلقة بالموازنة على النحو التالي:

- تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتنظيم ومراقبة عمليات الموازنة.
- تنتقل ملكية الأوراق المالية مباشرة بعد تنفيذ العملية.
- تسليم الأموال والتنازل عن الأوراق يجب أن يتمّ في آن واحد.

---

[1]- نفس المرجع، ص ص: 147 -148.

- تقــوم شــركة تسيير بورصة القيم بإعلام الوسطاء الماليين عن القاعدة التي يتمّ على أساسها تطبيق التسليم والتنازل، ويحدد الموعد الذي تمت فيه العملية.

المطلب الثاني: شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

هناك العديد من الشروط والإجراءات التي تخضع لها الشركة بغية قيد أوراقها المالية في بورصة القيم المتداولة في الجزائر، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر؛
- إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر.

1- شروط قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

حتى يتم قبول الأوراق المالية وتسجيلها في قيد بورصة القيم المنقولة للجزائر لا بد من توفر جملة من الشروط في الشركة التي ترغب في ذلك، ومن هذه الشروط نجد:

1-1- الشروط العامة[1]

- يجب أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري.
- نشر القوائم المالية مصادق عليها لثلاث سنوات المالية السابقة.
- تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة منجز من طرف خبير مصنف من الخبراء المحاسبيين الجزائريين على أن لا يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة، كما لا بد من إثبات وجود هيئة مراجعة الداخلية، ويطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقريره بشأن الرقابة الداخلية للشركة.
- تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة طلب الدخول.
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف اللجنة.
- ضرورة إعلام شركة إدارة البورصة بالتخلي عن عناصر الأصول في حالت ما إذا قامت الشركة بذلك قبل أن تتقدم بطلب الدخول للبورصة.
- عدم تمكين مساهم من حق مراقبة الشركة على حساب غيره من المساهمين أو استعمال معلومات مميزة أو خاصة لحسابه.

1- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 397-398.

- M. Mansouri, 2002, Op-cit, pp: 250-251.

1-2- الشروط الخاصة

ونميز هنا بين شرطين يختلفان حسب نوع الورقة:[1]

1-2-1- الشروط الخاصة بالأسهم

بالنسبة لسندات نميز بين الشروط الموالية:

- يجب أن يكون للشركة المصدرة رأس مال 100 مليون دج محررة.
- يجب أن توزع على الجمهور عدد من الأسهم تمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة الإجمالي.
- يجب توزيع الأسهم المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال

1-2-2- الشروط الخاصة بالسندات

- يجب أن تعادل قيمة القرض 100 مليون دج كأقل تقدير يوم الإدخال.
- توزيع السندات موضوع طلب القبول على 100 مكتتب أو حامل على الأقل يوم الإدخال.
- قيم القروض المصدرة من قبل الدول غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد الحاملين.

2- إجراءات قيد الأوراق المالية في بورصة الجزائر

هناك أكثر من إجراء لابد أن تتبعه الشركة لإدخال أوراقها المالية في قيد بورصة القيم المنقولة بالجزائر، ومن هذه الإجراءات نجد:

2-1- تحضير عملية الإدخال

يتم التحضير لعملية الإدخال عن طريق:

2-1-1- اختيار الهيئة الاستشارية التي تساعد في عملية التحضير لدخول البورصة

يتطلب من الشركة اختيار الطاقم الاستشاري الذي يساعدها على النجاح في مهمة الدخول للبورصة، ويتشكل هذا الطاقم من:

- وسيط في عمليات البورصة بغية تحضير ملف القبول وتقديم استشارات مالية، ضف إلى المساعدة في تحديد سعر العرض.
- بنك الإدخال.
- مكتب خبرة محاسبية لتقييم أصول الشركة.
- محافظ حسابات.
- وكالة اتصال.

---

[1]- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم01، سنة: 1998، ص ص: 23- 24.
– M. Mansouri, 2002, Op-cit, pp: 251-252.

2-1-2- التسليم الرسمي لملف قبول الإدخال في قيد البورصة

وهي ثاني خطوة رسمية تقوم بها الشركة من أجل إدخال أوراقها المالية في قيد البورصة، فحسب النصوص التنظيمية للجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة، فإن الشركة التي ترغب في الدخول ينبغي عليها تقديم ملف قبول، يتكون من:[1]

- طلب قبول مرفق بملف مبسط يحتوي أربع جوانب، وهي:
  - توثيق عام حول الشركة.
  - توثيق متعلقة برأس مال الشركة.
  - وثائق اقتصادية ومالية وقانونية.
- مشروع بيان مذكرة إعلامية للتأشير عليها من طرف لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة.
- تعيين وسيط في عمليات البورصة لمتابعة الإجراءات المتعلقة بالإدخال.

هذا وينبغي على الوسيط المعين أخذ الطلب وإشعار شركة إدارة البورصة بنيته في تقديم طلب القبول، على أن يتم تقديمه في أجل لا يقل عن 60 يوما قبل التاريخ المحدد للتسعير في البورصة. ونفس الأجل يمنح للجنة من أجل دراسة ملف القبول والتي يحق لها أن تطلب تعديلات قبل منح تأشيرة القبول.

2-2-إجراءات عملية الإدخال

بعد حصول الشركة على تأشيرة لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة بإدراج أوراقها في قيد البورصة، تقوم شركة إدارة البورصة بتنظيم إجراءات الإدخال طبقا لأحكام المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23-05-1993، حيث تتولى إعلام الجمهور على افتتاح إدخال أوراق مالية، وذلك بواسطة نشر إعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعير وذلك تحت رقابة اللجنة، ويحتوي هذا الإعلان على ما يلي:[2]

- هوية الشركة المحددة.
- الوسيط أو الوسطاء المكلفين بالعملية.
- عدد وطبيعة وخصائص الأوراق المالية.
- السعر المطلوب من طرف المكلفين بالعملية.
- إجراءات أخرى المعتمدة للتسعير الأولي.

1- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم01، سنة: 1998، ص ص:15-25.

2- Guide de l'admission, COSOB, Alger, Novembre 1997, pp: 31-32.

كما أن النظام الخاص ببورصة الجزائر يجيز ثلاثة أنواع من الإجراءات التي يمكن أن تنتهج في عملية الإدخال، وهي:[1]

- الإجراء العادي، ويطبق هذا الإجراء خاصة على الأوراق المالية الشبيهة بالأوراق المسعرة وكذلك أيضا بالنسبة للسندات.
- إجراء العرض العام للبيع بسعر أدنى.
- إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد.

المطلب الثالث: الشركات المقيدة في بورصة الجزائر

هناك ثلاث أسهم لثلاث شركات مقيدة في بورصة الجزائر للقيم المتداولة بالجزائر، وهي:

- مجمع رياض سطيف؛
- مجمع صيدال؛
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي.

1- مجمع رياض سطيف

في سنة 1994 تم رفع رأس مال مجمع رياض سطيف ليصل إلى 850 مليون دينار جزائري، وألحقت كل أسهمها في سنة 1998 لصالح الشركة القابضة للصناعات الغذائية الأساسية وذلك بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال العمومية.

وفي إطار برنامج خوصصة المؤسسات العمومية أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة آنذاك موافقته إدخال الشركة إلى البورصة عن طريق رفع رأس مالها الاجتماعي.

وبناء على هذه الموافقة وبانعقاد الجمعية العامة الغير العادية لمجمع رياض سطيف بتاريخ 29 أفريل 1998 تم اتخاذ قرار رفع رأسمال الشركة في البورصة عن طريق الإعلان العام للادخار من جهة وإدخال الشركة في البورصة من جهة أخرى، وكان مبلغ رأس المال المسموح برفعه يعادل مليار دينار جزائري أي ما يقابل مليون سهم بقيمة 1000 دج للسهم.

والأسهم موضوع الإصدار تمثل أسهما عادية محررة كليا عند الاكتتاب قيمتها الاسمية 1000 دج للسهم، وحدد سعر الإصدار بقيمة 2300 دج وتعتبر أسهمها اسمية ويمنح لحاملها كل الحقوق المقررة من طرف القانون التجاري لا سيما حق التصويت، وحق الحصول على التوزيعات، وتم فتح عملية الاكتتاب في 02 نوفمبر 1998 واستمرت إلى 15 ديسمبر 1998.

[1]- أحمد بوراس، 2002، مرجع سابق، ص ص:151-152.

2- مجمع صيدال[1]

قام مجمع صيدال بوضع مجموعة من الأهداف الإستراتيجية في إطار مخطط أعماله لفترة 1998-2005، ولبلوغ هذه الأهداف لا سيما تنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة، تمّ اتخاذ قرار من طرف مجلس مساهمات الدولة في 1998/06/19 بفتح رأس المال المجمع بنسبة 20 % للجمهور عن طريق الدخول إلى البورصة، من خلال إجراء العرض العام للبيع بسعر محدد مسبقا.

وقد تم قبول أسهم مجمع صيدال في التداول بموجب الاتفاق الموقع بين المجمع ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 1998/02/11، وبموجب هذا الاتفاق تم إصدار 2 مليون سنتيم عادي محرر كليا بقيمة اسمية تساوي 250 دج وسعر إصدار 800 دج. وحددت فترة الاكتتاب بين 1999/02/15 و15/03/ 1999.

وتكفل بعملية الإدخال مجموعة من الوسطاء الماليين تحت إشراف الوسيط المالي الشركة الخاصة للتمويل.

3- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي[2]

بعدما قام تحويل ملكية فندق الأوراس إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، قامت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي برفع رأس مالها في إطار تدعيم قدراتها المالية، وذلك عن طريق إدماج فرق إعادة التقييم، وأصبح بذلك رأسمالها يعادل 1,5 مليار دج.

ولتنفيذ برنامج الخوصصة المسطر من طرف الحكومة وفي إطار تنشيط بورصة الجزائر، تقرر وفي بداية 1999 طرح جزء من رأسمال المؤسسة بنسبة 20% في البورصة، وذلك عن طريق الإعلان العام للاكتتاب، بما يعادل 1,2 مليون بقيمة اسمية 250 دج للسهم وبسعر إصدار 400 دج، وتكلفت بهذه المهمة مؤسسة الرشاد المالي.

1- الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية ودوره في تنشيط بورصة الجزائر مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2003، ص:129.

2- مصيبح أحمد، الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2002، ص:234.

المبحث الثالث: واقع ومعوقات بورصة الجزائر

سيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب الموالية:

- معوقات بورصة الجزائر؛
- واقع بورصة الجزائر؛
- مقترحات لتنشيط بورصة الجزائر.

المطلب الأول: معوقات بورصة الجزائر

بورصة القيم المتداولة في الجزائر كبورصة ناشئة تواجه مجموعة من العوائق تقف أمامها دون تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن هذه العوائق نجد:

- معوقات تتعلق بالبورصة؛
- معوقات تتعلق بالمحيط البورصي.

1- معوقات تتعلق بالبورصة

وتتمثل هذه العوائق فيما يلي:

1-1- عدم تنوع الأوراق المالية المعروضة

نحن نعلم بأن الأسباب الرئيسية لنجاح أي بورصة في الدول المتقدمة، هو عرض تشكيلة متنوعة ومتعددة من الأوراق المالية لاختيار الملائم منها من طرف المستثمر، فبالنسبة لبورصة القيم المتداولة للجزائر فإنها حديثة النشأة ولا تتداول فيها إلا ثلاثة أوراق مالية في الوقت الحالي -بعد خروج القيد السندي لسونطراك من التسعيرة-، ضف إلى ذلك فإن التعامل فيها هو حكر على نوع واحد من الأوراق المالية بعدما كان اثنين بالرغم من أن المشرع الجزائري سمح بإصدار وتداول أربعة عشر نوع من الأوراق المالية.

كذلك نجد أن حيازة الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصادي خاصة منهم الخواص هو محدد بسقف معين لا يمكن تجوزه، ليبقى احتكار امتلاك الحصة الأكبر من الأوراق لدولة وهيئتها.

1-2- عدم نجاعة نظام المعلومات وآليات العمل بالسوق

من المعلوم أن أي قرار استثماري في الأوراق المالية يتوقف على توفير المعلومات بالكم الكافي، كذلك فالمعلومات تلعب دورا هاما في تحديد كفاءة السوق الأوراق المالية، حيث تكون أسعار الأوراق المالية المعروضة المرآة العاكسة للمعلومات المتوفرة في السوق.

وبالنسبة لبورصة الجزائر فإن النظام المعلوماتي المتاح فيها ضعيف مما يصعب من عملية انتشار المعلومات بين إدارة البورصة ومختلف الوسطاء، فاهو لا يمكن المستثمر من الحصول على المعلومات اللازمة وبالنوع المناسب لإجراء تحليلاته، فيبقى عليه انتظار التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات المقيدة في البورصة لكي يتسنى له الحصول على معلومات عامة وسطحية خاصة في ظل قصور وضعف الإفصاح المالي ومهنة تدقيق الحسابات والرقابة على الشركة، كما أنه لا توجد هناك هيئات ومجلات متخصصة في ميدان المال والأعمال تعنى بتحليل هذه المعلومات المنشورة.

كذلك على مستوى بورصة القيم المتداولة بالجزائر هناك بعض المستثمرين بحكم علاقاتهم المميزة يمكنهم الحصول على معلومات دقيقة قد لا تتاح لبقية المستثمرين أو يحصلون عليها قبل الآخرين، مما يضفي عليها عدم الشفافية وعدم الكفاءة وخاصة من حيث الكفاءة الإعلامية للسوق، ضف إلى ذلك عدم إضفاء طابع المنافسة الكاملة في السوق وعدم توفير الأمن والأمان.

وبخصوص مدة إنهاء الصفقات فالمعيار المعتمد دوليا هو أجل ثلاثة أيام لإنهاء الصفقة، أما بالنسبة لبورصة الجزائر فقد يصل إلى 30 يوما، وهذا ما استدعى بالسلطات المالية في الجزائر إنشاء المؤمن المركزي للسندات لتسهيل وتنشيط هذه العملية.

زيادة على ذلك نجد انعدام الشركات الصنعة للسوق عل مستوى بورصة القيم المتداولة للجزائر والتي تعمل على إحداث التوازن بين الكميات المعروضة والكميات المطلوبة، إذ تقوم بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل، وهذا من خلال إجراء صفقات بيع وشراء لصالح نفسيها.

1-3- منافسة البدائل المتاحة

هشاشة النظام المصرفي في الجزائر ومنافسة السوق الموازية، جعل العديد من الأعوان الاقتصاديين ينفرون من الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة ولا يثقون فيها، حيث نجد نسبة العرض إلى الطلب تتراوح بين 3,3 لصيدال، و5,26 لرياض، و0,17 للأوراسي، خاصة في ظل تعقيد عملية الاستثمار في البورصة وخوف المستثمرين منها في ظل غياب ثقافة بورصية، مما جعل المستثمرين يلجئون إلى الاستثمار في البدائل المتاحة والتي تحقق تحويل أموالهم إلى نقود سائلة بشكل أسرع من استثمارها في الأصول المالية، وكذا تحقيق أرباح سهلة دون عناء أو مخاطرة.

2- معوقات تتعلق بالمحيط البورصة

ويمكن تلخيص هذه العوائق في:[1]

[1]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 407 وما بعد.
- مصيبح أحمد، 2002، مرجع سابق، ص ص: 237-239.

2-1- معوقات اقتصادية

يمكن تفصيلها فيما يلي:

2-1-1- هيمنة القطاع العام

يشمل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية وأهم ما يتميز به هذا القطاع ما يلي:

-غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50% في أحسن الحالات، ويد عاملة غير مؤهلة.

--دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفز الأجور غير فعال، مع الإصرار في أحيان كثيرة للمحافظة على سياسة اجتماعية بخصوص توظيف العمال.

-مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.

-غالبا لا يخضع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع إلى اعتبارات غير اقتصادية منها الولاء ...الخ.

وفي هذا الشأن، يمكن القول أن القطاع العمومي يتكون في أغلبه من مؤسسات سيئة التسيير تمثل بذلك قطاعا محطما للثروة.

لذلك كان ينبغي خصخصة المؤسسات العمومية وتطهيرها قبل قيدها في البورصة، غير أن عملية الإصلاحات الاقتصادية المعممة التي أجريت بالجزائر توصل إلى حقيقة هي أن هذه الإصلاحات الاقتصادية ليست لها الأساس التسييري للنجاح.

2-1-2- التضخم ومعدل الفائدة

بالرغم من التطور الإيجابي لمعدل التضخم الّذي صار بدور يراوح في 6% سنة 2002، لكن التساؤل القائم هل بإمكان هذا المعدل أن يستمر على هذه الوتيرة مع شروط استقرار الاقتصاد الكلي التي تبدو هشة، وخاصة إذا ما علمنا أن قطاع المحروقات هو القطاع الّذي يساهم بشكل شبه كلي في معدل النمو الاقتصادي في الجزائر، في حين أن أغلب القطاعات المتبقية لها تقريبا معدلات نمو سالبة وحتى إن كانت إيجابية فاهي ضعيفة. كذلك فإن التأثر بالصدمات الخارجية خاصة في ظل التبعية الاقتصادية للخارج وظاهرة التظخم العالمي التي يعيشها العالم في الوقت الحالي خاصة بعد التغيرات الأخيرة قد يساهم في عودة ارتفاع معدل التضخم على المستوى المحلي، والذي من شأنه التأثير في معدل الفائدة الّذي يتراوح في حدود 8% هذه السنة.

2-1-3- الضغط الضريبي

ما يميز النظام الضريبي الجزائري هو تعدد أنواع الضرائب من جهة وارتفاعها من جهة أخرى، فمثلا ضريبة IBS تعادل 30% من الأرباح مما يؤدي لتخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على

المساهمين، الشيء الذي يحد من جاذبية الأوراق المالية خاصة مع تفشي السوق الموازية وما تتيحه من فرص ضخمة للربح، زيادة على ذلك فالضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمينت تقزم من مردودية الأموال المستثمرة على مستوى بورصة القيم المتداولة بالجزائر.

2-1-4- ضعف القدرة الشرائية للمواطن

لقد كان من آثار انخفاض قيمة الدينار وتجميد الأجور، وتحرير أسعار السلع والخدمات، والتسريح الجماعي للعمال ضلع كبيرفي تدهور القوة الشرائية لأغلبية أفراد المجتمع، حيث يلاحظ انتشار دائرة الفقر والبؤس وتقلص الطاقة الادخارية للعائلات ففي هذه الحالة فإنه من الصعب انتظار إقبال كبير من طرف الأسر الجزائرية من أجل الادخار في الأصول المالية وحتى غيرها.

2-2- معوقات اجتماعية وثقافية

ولها عدة عوامل يمكن ذكر أهمها كمايلي:

2-2-1- العوامل التاريخية

لعل أبرز هذه العوامل هو انتشار الأمية جراء التهميش وطمس معالم الشخصية التي ورثها الشعب الجزائري عن المستعمر، مما جعل منها عائقا يحول دون انتشار الوعي الاستثماري المالي، كما أن إحجام عدد من الأشخاص في استثمار ما لديهم في الأوراق المالية يمكن إرجاعه إلى عدم مصداقية وفعالية هذه الأدوات على مستوى السوق الجزائرية أو نتيجة للخوف من مراقبة مصالح الجباية.

2-2-2- غياب الثقافة البورصية لدى العائلات

لعل نقص الوعي الادخاري لدى فئات المجتمع الجزائري وميلهم للاكتناز تخوفا من الاضطرابات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر طوال العقدين الماضيين، هو السبب وراء عدم تنشيط البورصة وانتشار الثقافة البورصية بين أفراد المجتمع، إضافة إلى كون هذه البورصة حديثة النشأة وتحتاج إلى فترة من الزمن للتعريف بها.

2-2-3- العامل الديني

إن سياسة سليمة لتجنيد الادخار العائلي ينبغي عليها الأخذ بعين الاعتبار النظام القيمي للمجتمع، لذلك فان هذا العامل ذو أهمية كبيرة في عملية توجيه المدخرات من أجل توظيفها في الأوراق المالية. لذلك نجد العديد من العائلات تمتنع عن توظيف فوائضها في الأصول المالية خاصة منها السندات، باعتبار أن لها عائدها يتمثل في الفائدة و التي تعتبر من الربا المحرم في الإسلام.

المطلب الثاني: واقع بورصة الجزائر

بعدما تم تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سنة 1993 عرفت بورصة الجزائر العديد من المشاكل ساهمت في تأجيل افتتاحها العديد من المرات، ولعل من بين هذه المشاكل عدم استكمال الشركات المرشحة للاكتتاب للتحضيرات والإجراءات اللازمة لذلك، إلا أنه وبعد تمكن هذه الأخيرة من تحضير نفسها للاكتتاب في البورصة، كان أول نشاط فعلي لبورصة الجزائر في 1999/09/13 حينما تمت تسعيرة سهم مجمع رياض سطيف بسعر مرجعي 2300دج، كما أن التسعيرة الثانية تمت في 1999/09/29 لسهم مجمع صيدال بسعر مرجعي 800دج، أما التسعيرة الثالثة فكانت لصالح سهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي بسعر مرجعي 400دج وذلك بتاريخ 2000/02/14. وكانت قيمة العروض لهذه الشركات حيينها والكميات المعروضة من الأوراق المالية على النحو الموضح في الجدول الموالي:

جدول 5-1: قيمة العروض والكميات المعروضة من الأوراق المالية عند الاكتتاب في بورصة الجزائر

الشركات	رأس المال الاجتماعي		كمية الأسهم المعروضة	نسبة الأسهم المعروضة من الإجمالية%	سعر العرض (دج)	قيمة العرض (دج)	عدد الأسهم	تاريخ الاكتتاب
	القيمة(دج)	عدد الأسهم						
مجمع رياض سطيف	5 مليار	5- مليون	1 مليون	%20	2.300	2,3 مليار	4.800	99/09/13
مجمع صيدال	2,5مليار	10 مليون	2 مليون	%20	800	1,6 مليار	20.000	99/09/20
الأوراسي	1,5مليار	6 مليون	1,2 مليون	%20	400	0,48 مليار	10.000	00/02/14

المصدر: Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=° 1, 2000, p: 49

من خلال هذا الجدول يلاحظ أن الشركات الثلاث المقيدة في البورصة تخلت عن 20% من رأس مالها للاستثمار الخاص ب 85 مليون دولار من أصل 290.33 مليون دولار كرسملة إجمالية، وذلك انطلاقا من نوعيين من الإجراءات، الأول كان العرض العام للادخار والذي قام به مجمع رياض سطيف لغرض رفع

رأس ماله، أما الثاني فقد كان العرض العام للبيع والذي قام به كل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي لفتح رأس مالهما.[1]

وبالنسبة لسهم مجمع رياض سطيف يلاحظ أنه تم عرض كمية تقدر ب 1 مليون سهم موزعة على عدد المساهمين بمعدل 208,33 سهم للمساهم، وبسعر عرض قدر ب 2300 دج للسهم مقابل قيمة اسمية تقدر ب 1000 دج للسهم الواحد أي بفارق يقدر ب 1300دج كعلاوة إصدار. أما بالنسبة لسهم صيدال فقد تم عرض 2 مليون سهم موزعة على عدد من المساهمين بمعدل 100 سهم للمساهم، بسعر عرض قدر ب 800 دج للسهم مقابل قيمة اسمية تقدر ب 250 دج للسهم أي بفارق 550 دج كعلاوة إصدار. أما بخصوص سهم الأوراسي نستطيع أن نلاحظ أنه تم عرض 1.2 مليون سهم موزعة هي الأخرى على عدد من المساهمين بمعدل 120 سهم للمساهم، وبسعر عرض قدر ب 400 دج للسهم مقابل قيمة اسمية قدرات ب 250 دج، أي بفارق 150 دج كعلاوة إصدار.

فما نستطيع ملاحظته مما سبق أن العلاوة الإصدار كانت جد معتبرة بالنسبة للأنواع الثلاث من الأسهم مما يوحي بأن السوق كانت تعتبر أن الاستثمار في الأوراق المالية سوف يعرف انتعاش كبير وبذلك يمثل فرصة استثمارية لا يجب تفويتها، وهذا ربما ما كان يجب أن ينعكس على حجم نشاط البورصة لكن الحقيقة كانت غير ذلك بعد سنوات من النشاط وهذا ما سيلاحظ فيما بعد.

أما بخصوص النوع الرابع من الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر وهو القرض السندي لسونطراك، فقد بلغ 12,07648 مليار دينار موزع على ثلاث فئات من السندات، وفقا لما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول 5-2: فئات القرض السندي لسونطراك

فئة العرض دج (سندات)	عدد السندات	المبلغ مليون	معدل الفائدة	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
100.000	85.528	8.552,80	%13	99/10/18	2003/01/03
50.000	87.263	2.863,15	%13	99/10/18	2003/01/03
10.000	66.053	660,53	%13	99/10/18	2003/01/03
المجموع	208.844	12.076,48			

المصدر : Idem , p: 49

[1] – جبار محفوظ، "فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس ، سطيف، العدد:1، 2002، سطيف، ص: 110.

وعودة لتقييم حجم النشاط في بورصة القيم المتداولة بالجزائر، نستطيع أن نلاحظ أنه منذ الوهلة الأولى لانطلاقها قد كان هناك خلل في التوازن بين العرض والطلب، بالإضافة لضعف حجم التداول مقارنة مع مثلتها من البورصات النشأة، والجدول الموالي يوضح ذلك أكثر:

جدول 5-3: معلومات إجمالية خاصة بالأوراق المالية المقيدة في بورصة الجزائر ما بين سبتمبر 1999 وسبتمبر 2000

البيانات	الإجمالي
عدد الأوراق المتداولة (حجم التداول)	267.965 ورقة
مبالغ الصفقات	706.125.285 دج
عدد الصفقات	4.458 صفقة
العرض	1.098.044 ورقة
الطلب	300.035 ورقة

المصدر : جبار محفوظ، 2002، مرجع سابق، ص: 111.

يلاحظ من هذا الجدول الفراق الموجود بين العرض والطلب على الأوراق المالية، إذ نجد الكمية المعروضة تفوق الكمية المطلوبة بحوالي 3.66 مرة، مما يدل على وجود ركود على مستوى بورصة الجزائر، وربما يكون السبب في ذلك عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة على مستوى البورصة الجزائرية بالشكل الكافي، وكذلك قلة عددها وقيمتها الإجمالية في السوق.

ولو أردنا التدقيق أكثر في طبيعة الأوراق المالية المتداولة آنذاك، والورقة المالية المسببة لهذا الخلل لا وجدنا بأن الأسهم بصفة عامة هي السبب، والجدول الموالي يوضح ذلك أكثر:

جدول 5-4: العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر ما بين سبتمبر 1999 وسبتمبر 2000.

	الأسهم			السندات
البيان / الورقة	الرياض	صيدال	الأوراسي	سونطراك
العرض (ورقة)	913.211	756.467	125.628	4.036
الطلب (ورقة)	72.419	168.017	53.968	5.631
العرض بالنسبة الطلب(مرة)	2,926	4,5	2,327	0,7167

المصدر: جبار محفوظ، "الندوة الأولى حول دور البورصة في الاقتصاد الوطني- دراسة تقييمة لتجارب الأسواق الناشئة: أمريكا اللاتينية، جنوب شرق آسيا، الدول العربية والجزائر"، بورصة الجزائر بعد عام من النشاط ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 07ماي 2000، ص: 4.

فمن هذا الجدول يلاحظ بأن العرض الخاص بسهم مجمع صيدال شكل 4.5 مرة من الطلب، الشيء الذي جعل أسعار أسهمهما تباشر الانخفاض بعد فترة زمنية قصيرة أي في الجلسة 16، أما بالنسبة لسهم مجمع رياض سطيف وسهم مؤسسة تسيير فندق الاوراسي فقد شكل عرضهما من الطلب 2,926 و2,237 مرة على التوالي، وهذا ما يفيد دائما بوجود خال بين العرض والطلب، والسبب في ذلك ربما يعود إلى عدم تنوع الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة، ومن جهة أخرى إلى معدل عائدها المنخفض، وذلك ما يترجم مرة أخرى من خلال أحجام التداول المنخفضة والتي تسببت في عدم حركية البورصة وتعطيل سيولة الأصول المالية المتداولة فيها.

ومن منظور أخر يلاحظ انخفاض في حجم أوامر الشراء عن أوامر البيع خاصة في 32 جلسة أولى مما نجم عنه إبرام عقود سيولة، حيث سجل تداول 7956 سهم في ظل هذه العقود من بين 41290 سهم متداول أي بما يعادل 19,27 % من التداول الإجمالي المحقق[1]. هذا ويلاحظ أيضا أن الأسعار في العديد من الجلسات بقيت ثابتة لسبب غياب أوامر الشراء للزبائن.

أما عن أداة الدين الوحيدة المتداولة في السوق أي القرض السندي لسونطراك فقد حقق نتائج إيجابية من حيث الطلب عليه، وذلك نظرا لارتفاع معدل عائدها -المقدر ب 13 %- عن معدل العائد السائد آنذاك في السوق وهذا ما نستطيع أن نتفهمه بأن السلطات اعتمادات عليه لتشجيعهم الاستثمار المالي وتنشيط بورصة الجزائر.

وكإجراء تحفزي لتنشيط السوق والخروج من مأزق الركود فقد اتخذت السلطات آنذاك إجراءات تحفزية للمستمرين المحليين والأجانب على حد السواء لتشجيعهم على الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالجزائر، ومن أهم هذه الإجراءات نجد:[2]

- إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين والفوائد على السندات من الضرائب.
- إعفاء الأرباح الرأسمالية، سواء المحققة من قبل الأفراد أو المؤسسات من الضرائب.
- إعفاء العمليات التي تتم على الأدوات المالية من رسوم التسجيل، لتشجيع شركات المساهمة على إصدار المزيد من الأسهم.
- المصادقة على الاتفاقيات الدولية لضمان الاستثمار.
- ضمان تحويل رؤوس الأموال وأرباح المستثمرين، واللجوء إلى التحكيم الدولي في حالة النزاع.

أما بعد أربعة سنوات من النشاط فقد تم تسجيل خروج القرض السندي لسونطراك من التداول في 03 /2003/01 وكذلك انخفاض حجم التدوال أكثر فأكثر، والجدول الموالي يوضح ذلك:

[1]- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=° 1, 2000, p: 49.

[2]- جبار محفوظ، 07ماي2000، مرجع سابق، ص ص: 4-5.

جدول 5-5: معلومات خاصة بالأوراق المالية المقيدة ببورصة الجزائر

بين ما بين جانفي 2003 وديسمبر 2003

البيان / الشركات	ارياض	صيدال	الأوراسي	المجموع
حجم التداول (عدد الأوراق المالية)	8.189 سهم	6.148 سهم	25.221 سهم	39.559 سهم
قيمة التداول(دج)	8.007.840	2.714.740	6.535.120	17.257.700
العرض	63.904	55.717	37.110	156.731
الطلب	12.131	16.731	207.745	236.607

المصدر: المحاضر الرسمية للتسعيرة وحسابات شخصية.

من خلال هذا الجدول يلاحظ فعلا آن أحجام التداول انخفاضات، كذلك يلاحظ أيضا انخفاض مستويات العرض والطلب مع بقاء وجود خلل على مستواهما- أي بقاء العرض يفوق الطلب دائما-.

المطلب الثالث: مقترحات لتنشيط بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر من البورصات الحديثة النشأة التي تتخبط في جملة من المشاكل تحول أمامها دون تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن أجل تمكينها من تخطي البعض من هذه المشاكل، يجب على السلطات الاقتصادية في الجزائر أن تتبع جملة من الإجراءات التي يمكن إيجاز البعض منها في ما يلي:[1]

- التحكم في المحيط الاقتصادي؛
- مراجعة الإطار التشريعي؛
- مراعات الإطار الزمني؛
- مرحلة النضج؛
- نشر الثقافة البورصية.

1- التحكم في المحيط الاقتصادي

ويتم التحكم في المحيط الاقتصادي من خلال:

1-1- التحكم في ظاهرة التضخم ومحاربة كل أسبابه دون هوادة

ويتم ذلك من خلال التحكم في نمو الكتلة النقدية وجعلها مقرونة بكمية الإنتاج الحقيقي عن طريق إقامة جهاز إنتاجي قوي على نحو يحقق إشباع الطلب الداخلي، مع تبني سياسة سعر صرف هدفها حماية

[1]- محمد براق، 1998، مرجع سابق، ص ص: 410-422.

العملة الوطنية من أي تدهور، بالإضافة إلى محاربة ظاهرة هروب الادخار المالي ورؤوس الأموال إلى الخارج.

1 -2- محاربة التهرب والغش الضريبي

وذلك لأن الأعوان الاقتصادية لا يستطيعون ولا يريدون الاستثمار في المشاريع التي تحقق لهم مداخيل مرتفعة تزيد على الأقل عن معدل التضخم الجاري، ومن ثمّ فإن أي دخل أقل من هذا المعدل ينجم عنه عدم اهتمام هؤلاء الأعوان الذين يتجهون بعدها نحو توظيفات أخرى.

1-3- العمل على محو السوق الاقتصادية الموازية

وذلك لكون وجود سوق اقتصادية موازية للسوق الاقتصادية الرسمية، لا يحفز الاستثمار في الأصول المالية، خاصة إن كانت هذه الأخيرة غير مراقبة من طرف مصالح الضرائب وتوفر فرص ربحية أكبر من نظيرتها الرسمية.

1-4- الربط بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي

وذلك عن طريق منع المضاربات الغير مشروعة وتحاشي ارتفاع أسعار القيم المتداولة وتحقيق عوائد مرتفعة دون أن يكون لها ما يقابلها من ارتفاع حقيقي للثروات، لأن الارتفاع الاصطناعي للأسعار قد يؤدي إلى انهيار الأسعار وانهيار البورصة وفقدانها مصداقيتها- مثلما حدث في جنوب شرق آسيا-.

2- مراجعة الإطار التشريعي

يجب التكيف مع التغيرات التي تطرأ على المحيط الداخلي والخارجي للبورصة، حيث أنه من غير المعقول الوصول إلى بورصة ناجحة، وقدرة على الاستمرارية من دون أن تكون لها آليات تشرعية وتنظمية مرنة قدرة على التكيف مع المستجدات والتغيرات الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية والسياسية.

3- مراعات الإطار الزمني

يعتبر احترام عامل التدرج الزمني لما تكون عليه بورصة الجزائر، من العوامل البالغة الأهمية في عملية تطويرها، ويمكن إيجاز هذا التدرج من خلال المراحل الثلاث الموالية:

3-1- مرحلة الانطلاق

حتى يمكن الانطلاق في العمل بشكل تدريجي للبورصة، فإنه ينبغي إدخال الأوراق المتداولة للقيد أولا بأول، بشكل يسمح للمتدخلين في السوق ممارسة مهامهم بصفة متتابعة من جهة، ومهنية من جهة أخرى. كما أنه من المهم في هذه المرحلة التأكد ومراجعة جملة من الشروط والإجراءات القانونية، التنظيمية والفنية قبل المرور إلى القبول وإدخال حجم كبير من الأوراق المالية.

وفي هذا الصدد فإن شركة إدارة البورصة في الجزائر تتبع الوضع التدرجي والحركي وفق المنهجية الموالية:

- جلسة واحدة في الأسبوع للتفاوض.
- مقاربة يدوية.
- نظام التسعيرة الثابت في تحديد السعر.
- تطبيق سعر واحد لمجموع الصفقات المبرمة والخاصة بكل ورقة مالية من أجل تعظيم حجم المعاملات في كل جلسة والتخصيص الأولي لأوامر العملاء.
- أوراق مالية مجسدة واسمية.
- مقاصة ما بين الوسطاء في عمليات البورصة تحت إشراف شركة إدارة البورصة.
- وضع إجراءات خاصة بعمليات البورصة تتعلق بالنظام العام للبورصة، ملف طلب الدخول، تحديد ثلاث طرق للإدخال، قواعد جلسات التفاوض، كيفية إنهاء الصفقات، تحديد الإطار التنظيمي لشركات البورصة وتأطير تسيير العمليات وآليات المراقبة.

وأثناء فترة الانطلاق فإنه من المقرر توسيع إطار التسعير التفاوضي عن طريق:

- مضاعفة الجلسات في الأسبوع الواحد.
- قبول كافة أنواع الأوامر المرخص بها من طرف نظام البورصة.
- تنظيم تسعيرتين ثابتتين في اليوم الواحد.

وما يلاحظ خلال هذه الفترة، أن إمكانية تطوير نشاط البورصة يبقى محدودا بسبب التفاوض اليادوي وعدم وجود غرفة مقاصة وإيداع. وعلى هذا الأساس يجب التعجيل بإدخال الإعلام الآلي في التفاوض والمقاصة، وإنشاء هيئة مقاصة وإيداع لغرض تثبيت وتجسيد إنهاء الأوراق المالية.

3-2- مرحلة التطوير

وتهدف هذه المرحلة إلى إعطاء الأوراق المالية في الجزائر توجها محددا، بغية تحقيق وثبة حاسمة وسريعة للنشاط البورصي، لذلك ينبغي تطوير مهام كل متعامل عن طريق وضع قنوات الاتصال فيما بين مختلف المتعاملين في السوق وترقيتها، وتشجيع تطوير أدوات مالية جديدة، وكذا الأخذ بمبدأ تنقيط المؤسسات القابلة للقيد. كذلك تهدف هذه المرحلة إلى الاقتراب من تحقيق عمق السوق بواسطة الرفع من الرسملة البورصية، بالإضافة إلى تكييف الهياكل القاعدية التقنية والإدارية للبورصة مع متطلبات المرحلة.

4- مرحلة النضج

يعتبر نضج بورصة الجزائر على المستوى الدولي والجهوي ومساهمتها في عملية الإصلاح الاقتصادي والمالي أكبر تتويج لعملية الإنجاز الفعلي لأبرز الأهداف المحددة في المرحلتين السابقتين.

وتهدف هذه المرحلة إلى ضمان الشفافية، الأمان والفعالية اللازمة، حتى تتمكن من الاستجابة للعرض الكثيف لأوراق المؤسسات المراد خصخصتها.

ومن أبرز تجليات هذه المرحلة:

- الأمان في المعاملات.
- سيولة الأوراق المالية.
- الأداء الجيد لكافة المتدخلين في البورصة

وينتظر من هذه المرحلة أن يكون الجزء الأكبر من السيولة المتاحة للعائلات والمؤسسات والهيئات، يتم اجتذابه نحو الاستثمار المالي الخاص بالمنتوجات المالية المعروفة من قبل البورصة.

كما أن هذه المرحلة مشروطة بمستويات أداء ينبغي الوصول إليها من خلال:

- المقاييس الدولية –على أن يتم ذلك بشكل منتظم–.
- إرساء قواعد الاقتصاد الدولي.

5- نشر الثقافة البورصية

إنه من الضروري السعي إلى تعويد العائلات على استعمال أدبيات البورصة في الثقافة اللغوية للشعب وتحسسهم بأهمية هذه الأداة التي تهتم بتمويل الاقتصاد، وأنه من المفيد تعبئتهم من أجل استثمار قدراتهم التمويلية في الأصول المالية القابلة للتداول. لذلك يتعين وضع سياسات حقيقية تختص بالتسويق البورصي يكون الغرض من ورائها تعريف مختلف الأعوان الاقتصادية، سواء كانوا طالبين أو عارضين بأهمية وفائدة البورصة، باستعمال مختلف وسائل الإعلام ومختلف شبكات الاتصال مع الجمهور سواء المتخصصة في شؤون المال أو غير المتخصصة.

ولعل من بين ما يرسخ هذه الثقافة أكثر تشجيع إنشاء صناديق للتوظيف الجماعي، لما توفره من مزايا رفع العوائد والتقليص من درجة المخاطر.

كما أنه من بين العوامل المحفّزة للعائلات في الإقبال على الاستثمار المالي في الأوراق المالية النظام الجبائي المطبق عليها، حيث يتعين وضع نظام مناسب يستحسن أن يكون متدرجا. ولعل قانون المالية لسنة 1998 أحسن دليل على ذلك، إذ جاء بإعفاءات جبائية على الأوراق المالية المسجلة في قيد بورصة الجزائر.

خاتمة الفصل الخامس

تـم في هذا الفصل تناول بورصة الجزائر من حيث نشأتها والهيئات المنظمة لها ومختلف المتدخلين فيها وكذا إجراءات وشروط قيد الأوراق المالية بها، بالإضافة إلى التعريج على واقع ومعوقاتها.

وبورصة الجزائر نشأت على غرار الإصلاحات الاقتصادية وكدعم للقدرات التمويلية على الساحات المالية. وتنظم بورصة الجزائر من خلال ثلاث هيئات تأتي على رأسا لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التـي تشـكلت بمقتضى المرسوم 10/23، وتوكل لها مهمة الحفاظ على سير البورصة وحماية المستثمرين فـيها، والرقابة على تطبيق الإجراءات القانونية، فضلا عن المهمة الجديدة التي أوكلت لها بعد إنشاء المؤمن المركـزي للسندات، والتي تتعلق بالرقابة والسهر على عمله. أما المؤمن المركزي للسندات فهو هيئة مالية تمـارس مهامهـا فـي شكل شركة مساهمة، ويتمثل دوره في الحفاظ على سندات من خلال فتح الحسابات والسـهر علـى اسـتمرار حركيتها بإصدار المعلومات الخاصة بذلك، بالإضافة إلى العمل على زيادة حجم الـتداول. أمـا عن الهيئة الثالثة المنظمة لبورصة الجزائر تتمثل في شركة تسيير القيم والتي تضطلع بمهمة تسهيل الصفقات بين الوسطاء وترقية العمل على الأوراق المالية.

المتدخليـن ببورصـة الجزائـر ينقسـمون إلى وسطاء في عملية البورصة الذين توكل لهم مهمات الوسـاطة في عمليات البورصة بعد الاعتماد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والمتعاملون الآخـرون والذيـن يمارسـون مهامهم من خلال شركات الاستثمار بمختلف أنواعها. ويتداول في بورصة الجزائر العديد من الأوراق المالية، وفق أوامر وإجراءات وشروط حددها المشرع الجزائري على غرار تلك المتعامل بها في البورصات العالمية الأخرى.

أما عن واقع التداول في بورصة الجزائر فيلاحظ بأنه ضعيف وفي تدهور مستمر، وما يجذب النظر أيضا عن واقع التداول هو الخلل المستمر بين العرض والطلب على الأوراق المالية خاصة منها الأسهم.

وباعتبار بورصة الجزائر بورصة حديثة النشأة ولم يمر على ميلادها فترة زمنية طويلة تتربص بها جملة من المعوقات تحول أماها دون تحقيق الأهداف المنوطة بها، ومن هذه المعوقات نجد ما يتعلق بالمحيط البورصي وما يتعلق أيضا بالبورصة في حد ذاتها.

الفصل السادس

تقييم سهم مجمع رياض سطيف

الفصل السادس: تقييم سهم مجمع رياض سطيف

يمثل سهم مجمع رياض سطيف أحد الأوراق المالية المتداولة على مستوى بورصة الجزائر، والشيء الذي يميزه عن باقي الأوراق المالية الأخرى المتداولة فيها، هو أنه مصدر من طرف شركة للصناعات الغذائية، وهي الشركة الوحيدة من نوعها في هذا المجال المسعرة في البورصة، كذلك ما يميزه عن باقي الأوراق المالية الأخرى هو أنه مصدر في إطار عملية رفع رأس المال. وقد عرف هذا السهم حجم تداول منخفض على مستوى البورصة بعد إصداره مباشرة، وكذلك تدهور في قيمته السوقية. وللوقوف على السبب الذي كان وراء ذلك لا بد من إجراء جملة من التحليلات المتعلقة بالوضع الاقتصادي العام وكذلك ظروف القطاع الذي ينتمي له المجمع، بالإضافة إلى تحليل وضع المجمع لكونه أحد العوامل المؤثرة وبشكل أساسي على قيمة السهم، ومن ثم محاولة الوصول إلى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم وذلك من خلال تقنيات عدة.

وللوصول إلى هذا الهدف سيتمحور هذا الفصل على دراسة العناصر الموالية:

- مجمع رياض سطيف والجدوى من لجوئه إلى البورصة؛
- تحليل المعلومات لغرض تقييم سهم مجمع رياض سطيف؛
- طرق تقييم سهم مجمع رياض سطيف.

المبحث الأول: مجمع رياض سطيف والجدوى من لجوئه إلى البورصة

سيتم تناول هذا المبحث من خلال النقاط الموالية:

- التعريف بالمجمع؛
- تنظيم مجمع رياض سطيف؛
- ظروف وأسباب إدخال سهم مجمع رياض سطيف للبورصة.

المطلب الأول: التعريف بالمجمع

يمكن التعريف بمجمع رياض سطيف من خلال ما يلي:

- لمحة تاريخية عن المجمع؛
- ملكية المجمع؛
- موضوع المجمع وأهدافه؛
- الفروع المكونة للمجمع.

1- لمحة تاريخية عن المجمع

أنشأت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف المختزل تسميتها في مجمع رياض سطيف في 01 جانفي 1983، على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية لصناعة الدقيق والطحن وصناعة العجائن الغذائية والكسكس "SN.SEMPAC" التي أممت هي الأخرى عن المستعمر بمطاحن ومسامد يعود تاريخها إلى:

- سنة 1890 بالنسبة لمسمدة تابعة لمطحنة زعيم الشريف بمطاحن الهضاب العليا، وتم تجديدها وتوسيعها سنة 1997.
- سنة 1905 بالنسبة لمطحنة عبيد علي بمطاحن الهضاب العليا، وتم تجديدها وتوسيعها سنة 1997.
- سنة 1911 بالنسبة لكل من مسمدتي بوخاري عمار وأوريسي عبد القادر التابعتين لمطاحن البيبان، والتي تم تجديدها وتوسيعهما سنة 1994.

وبعد الاستقلال تم بناء العديد من الوحدات الإنتاجية لتتسع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة لتصبح تشمل أكثر من مسمدة و8 مطاحن ومصنع للعجائن الغذائية وآخر لصنع الكسكس ومصنع للعجائن بدون الغلوتين الذي أنشئ سنة 1999، موزعة على 7 شركات مساهمة كل شركة تمثل فرع من المجمع.

وتحول مجمع رياض سطيف في 02 /04/ 1990 إلى شركة مساهمة برأسمال يقدر بـ 100 مليون دج مقسمة على ألف سهم، من بينها 350 سهم تعود إلى صناديق المساهمة للصناعات الغذائية و250 سهم لصندوق المساهمة للصناعات المتنوعة، و250 سهم لصندوق المساهمة للمناجم والمحروقات والمياه، و200 سهم لصندوق الخدمات.

وفي سنة 1993 تم رفع رأس المال الاجتماعي إلى 850 مليون دج مقسم على 8500 سهم في 08/ 01/ 1994، وفي ماي 1994 حولت كل الأسهم لفائدة صندوق المساهمة لصناعات الغذائية ووفقا للمرسوم رقم 95/25 المتعلق بتسيير أموال الدولة تم تحويل أسهم المجمع لفائدة الشركة القابضة العمومية الزراعة الغذائية في 18 جانفي 1998.

ويبلغ حاليا رأس المال الاجتماعي للشركة 5 مليار دج موزعة على خمس مليون سهم، بعد رفعه آخر مرة في الجمعية العامة الغير عادية المنعقدة في 29 أفريل 1998.

2- ملكية المجمع

مجمع رياض سطيف عبارة عن شركة مساهمة برأسمال اجتماعي يقدر بـ5 مليار دج موزعة على 5 مليون سهم، تخضع لأحكام القانون التجاري الجزائري، يقع مقره الاجتماعي بمدينة سطيف، يتكون من شركة أم و10 فروع هي الأخرى في شكل شركات ذات أسهم، وتعود ملكيته إلى فئات متباينة من المساهمين يمكن حصرهم في ثلاث فئات كما هو مبين في الجدول الموالي:

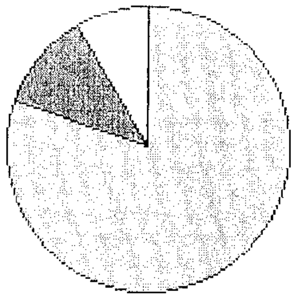
جدول 6-1: هيكلة رأس المال الاجتماعي لمجمع رياض سطيف في 2002/12/31

طبيعة المساهمين	عدد الأسهم	الحصة
مجلس تسيير مساهمات الدولة[1]	4.000.000	% 80
المستثمرون التأسيسيون	569.074	% 11,38
أشخاص طبيعية ومعنوية أخرى	430,926	% 8,62
مجموع رأس المال	5.000.000	% 100

المصدر: معطيات من المجمع.

[1]- التي عوضت الشركات القابضة وفق القرار الصادر في 2001/08/20.

شكل 6-1: هيكلة رأس المال الاجتماعي لمجمع رياض سطيف
في: 2002/12/31.



المصدر: تم إعداده إنطلاقا من معطيات الجدول أعلاه.

يبدو من خلال الجدول السابق أن الدولة ممثلة في مجلس تسيير مساهمات الدولة تستحوذ على 80% من رأس المال الاجتماعي للمجمع، الأمر الذي يمنحها الأغلبية في التصويت على قرارات المجمع وممارسة سلطة الإشراف على مختلف الهيئات.

كمـا يلاحـظ أن ما قيمته 20 % من رأس المال الاجتماعي للمجمع موزعة على فئات مختلفة من المستثمرين العموميين والخواص، تتصدرهم البنوك وشركات التأمين التي تمتلك 11,38 % من رأس المال الاجتماعي، أما 8,6 % الباقية فتتوزع على عدد كبير من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين.

وتجـدر الإشـارة أيضـا إلى أنه من بين الأشخاص المعنوية الحائزة على اسهم المجمع نجد مجمع رياض سطيف نفسه الذي أعاد شراء أسهمه مرات عدة من البورصة من أجل تنظيم أسعار الأسهم في إطار ما يعرف بعقود السيولة.

3- موضوع المجمع وأهدافه

3-1- موضوع المجمع

بعـد تعديل موضوع المجمع في 02 مارس 1996 توسعت ,تنوعت محاور نشاطه لتشمل أنشطة أخـرى مكملـة للنشـاط الرئيسي والمتمثل في تحويل الحبوب وإنتاج العجائن الغذائية، ويمكن حصر هذه المحاور فيما يلي:[1]

- البحث وتطوير الصناعة، الإنتاج، التحويل، التوظيب، الترقية والتخزين لمنتجات الصناعات الغذائية.
- التموين والتوزيع في جميع الميادين، صيانة التجهيزات وعتاد الصناعات الغذائية.
- إقامة وتفعيل استراتيجية التنمية الصناعية، التكنولوجية وتجارة المواد اللازمة للصناعات الغذائية.

[1]- Notice Information, Eriad Setif, 1998, p: 08.

- الدخول في شراكه أو خلق شركات أخرى.

- العمـل فـي جمـيع النشاطات الصناعية، التجارية والمالية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بقطاع الصناعات الغذائية، والتي من المحتمل أن تسهل النمو والتطور الأمثل للمجمع.

3-2- أهداف المجمع

يسعى مجمع رياض سطيف إلى تحقيق جملة من الأهداف، يمكن ذكر أهمها كما يلي:

- تغطية السوق الوطنية من منتجات الحبوب ومشتقاتها.

- تلبية حاجات المواطنين من هذه المواد.

- التطور في مجال صناعة تحويل الحبوب ومشتقاتها، وفرض تواجدها في السوق.

- التكـيف مع التحولات الاقتصادية التي تعرفها الساحة الاقتصادية عن طريق عصرنة المطاحن ومطابقة مقاييس النوعية العالمية ISO.

- تشغيل وتسيير الوحدات الاقتصادية للتوزيع، النقل والصيانة.

4- الفروع المكونة للمجمع

يـتكون مجمع رياض سطيف من 10 فروع كل فرع يشكل شركة ذات أسهم، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول 6-2: مختلف فروع مجمع رياض سطيف

البيان / الفروع	رأس المال الاجتماعي	تاريخ الإنشاء	النشاط الرئيسي	الإنتاج الرئيسي	الوحدات التابعة لها	الطاقة الإنتاجية ق/يوم	تاريخ بداية النشاط
مطاحن البيبان	627.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة ونخالة	مسمدة أوريسي عبد القادر	400	1994 (تجديد)
					مسمدة بوخاري عمار	1.000	1994 (تجديد)
					مسمدة ومطحنة 2 × 2.000 ق/يوم	4.000	1989
					مسمدة 4.000 ق/يوم	4.000	1994
مطاحن الهضاب العليا	265.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة، عجائن غذائية، 3SF	مسمدة لحمر شريف	4.000	تجديد 1998
					مسمدة زعيم شريف	2.000	1998(تجديد زيادة الطاقة)
					مطحنة عبيد عبي	800	1997/ تجديد زيادة الطاقة
					صناعة العجائن الغذائية و الكسكس	750	1996
مطاحن الصومام	528.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة 3SF	مسمدة 4.400 ق/يوم	4.400	1995
					مسمدة خراطة	1.000	1997 زيادة الطاقة
					مسمدة ومطحنة 2 × 1.500 ق/يوم	3.000	1994 تجديد
مطاحن الزيبان	235.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة 3SF	مسمدة 4.400 ق/يوم	4.400 ق/يوم	1994
					مسمدة ومطحنة 2 × 1.500 ق/يوم	3.000 ق/يوم	1997 تجديد
مطاحن الهدنة	479.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة 3SF	مسمدة 4.000 ق/يوم	4.000	1993
					مسمدة ومطحنة 2 × 1.500 ق/يوم	3.000	1999 تجديد زيادة الطاقة
مطاحن سيدي عيسى	81.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة 3SF	مسمدة ومطحنة 2 × 1.000 ق/يوم	2.000 ق/يوم	1980
مطاحن الواحات	261.000.000	أكتوبر 1997	إنتاج وبيع المنتجات الغائية	دقيق، فرينة، نخالة	مطحنة ومسمدة 2 × 3.500	3.000	1998 تجديد زيادة الطاقة
فلاحة الجنوب Agro-Sud	70.000.000	أكتوبر 1997	الإنشاء والنشاط الفلاحي	الحبوب ومشتقاتها	فلاحة حاسي بن عبد الله 544 هكتار	/	1997
الفوارة للنقل	160.000.000	أكتوبر 1997	نقل المواد الأولية والبضائع	/	وحدة القنطرة برج بوعريريج	/	1997
شركة إنشاء والصيانة الصناعية	3.500.000	أكتوبر 1997	إنتاج وصيانة وتركيب التجهيزات صناعة المتوجات الغذائية	/	وحدة سطيف	/	1997

المصدر : تم إعداده بالإعتماد على وثائق من المجمع.

المطلب الثاني: تنظيم مجمع رياض سطيف

يمكن تناول هذا المطلب من خلال ما يلي:

- الهيئات المشرفة على مجمع رياض سطيف؛
- الهيكل التنظيمي للشركة الأم؛
- الهيكل التنظيمي لمجمع رياض سطيف.

1- الهيئات المشرفة على مجمع رياض سطيف

يتولى الإشراف على مجمع رياض سطيف الهيئات الموالية:

1-1- مجلس الإدارة

يدار مجمع رياض سطيف من طرف مجلس إدارة ينتخب من بين أعضائه رئيسا له ويتشكل من 09 أعضاء، موزعين على المساهمين تناسبيا حسب أهمية مسهامتهم في رأس ماله وفق ما يلي:

- خمسة أعضاء من بينهم رئيس مجلس الإدارة يمثلون مجلس تسيير مساهمات الدولة.
- عضو يمثل المستثمرون التأسيسيون.
- عضو يمثل المساهمين الصغار.
- عضوان يمثلان العمال.

تتخذ القرارات في مجلس الإدارة بأغلبية أصوات الحاضرين، ولا تكون مداولاته صحيحة إلا إذا حضر نصف أعضائه على الأقل.

1-2- الجمعية العامة للمساهمين

تنعقد الجمعية العامة للمساهمين لمجمع رياض سطيف بعد استدعاء المساهمين انطلاقا من استدعاءات موجهة لهم بواسطة البريد أو إعلان في الصحف، ويضع المجمع تحت تصرف المساهمين الوثائق الضرورية التي تسمح لهم بإبداء رأيهم، وإصدار قرار دقيق فيما يخص إدارة أعمال المجمع وسيره والحكم على أعمال مجلس الإدارة، بالإضافة إلى اتخاذ القرارات الهامة التي تتجاوز التفويض الممنوح لمجلس الإدارة.

تنفرد الجمعية العامة غير العادية وحدها بصلاحيات تعديل القانون الأساسي للمجمع، وتم عقد أول جمعية عامة غير عادية في 20 سبتمبر 1999 بحضور المساهمين الجدد.

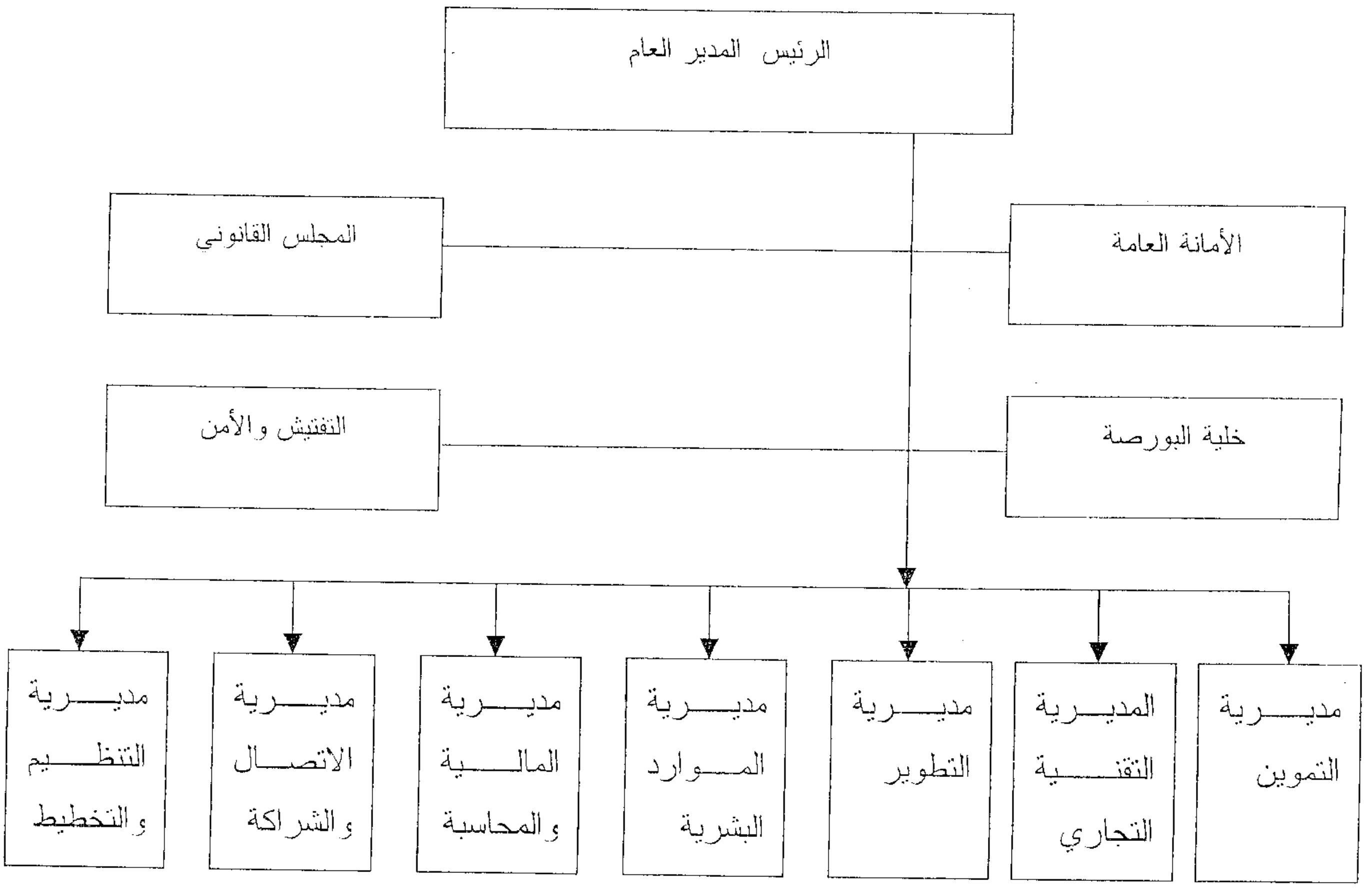
1-3- مراقبو الحسابات

ويتولى هذه المهمة محافظان للحسابات، تعينهم الجمعية العامة العادية وتكون لهم مهمة التحقيق في الدفاتر والأوراق المالية للمجمع ومراقبة انتظام حساباتها وصحتها، وكل ما يخص العلاقة بين مجلس الإدارة والمساهمين.

2- الهيكل التنظيمي للشركة الأم

يمكن تمثيل الهيكل التنظيمي للشركة الأم من خلال المخطط الموالي:

شكل6-2: الهيكل التنظيمي للشركة الأم



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على وثائق من المجمع.

- الرئيس المدير العام يمثل أعلى سلطة في الشركة ويلعب دور المسير والمسؤول على جميع القرارات التي تهم الشركة.

- الأمانة العامة وتتكفل بمهمة الاستقبال وتنظيم الاتصال بين الرئيس المدير العام والمديريات.

- المجلس القانوني ومهمته حل النزاعات الخارجية التي تقع بين الشركة وأطراف أخرى.

- خلية البورصة وتتمثل وظيفتها في المشاركة في تنظيم عملية دخول المجمع إلى البورصة ومتابعة تطور أسعار الأسهم، والاتصال بالمساهمين وتطوير عددهم.

- التفتيش والأمن وتتمثل مهمته في التفتيش الداخلي لكل أمور التسيير وكذا التدقيق المحاسبي والمراجعة.

- مديرية الشراء ووظيفتها إعداد ميزانية الشراء، مراقبة الجودة، الأسعار والعرض والطلب.

- المديرية التقنية التجارية وهي ذات طابع تجاري تهتم بتسيير المنتوج النهائي وتسويقه.

- مديرية التطوير وتتمثل مهمتها في دراسة التطورات التكنولوجية واستخدامها في إحداث تغييرات على منتجات الشركة من أجل تحسين الجودة.

- مديرية المواد البشرية وتهتم بتسيير العمال وتوزيع الأجور والتسيير المهني ومتابعة المستخدمين، وتوفير الشروط الحسنة لهم.

- مديرية المالية والمحاسبة وتتمثل مهمتها في مراقبة العلاقة بين البنوك والمساهمين ومراقبة النظام المالي والمحاسبي للشركة وتقديم الميزانية للإدارة.

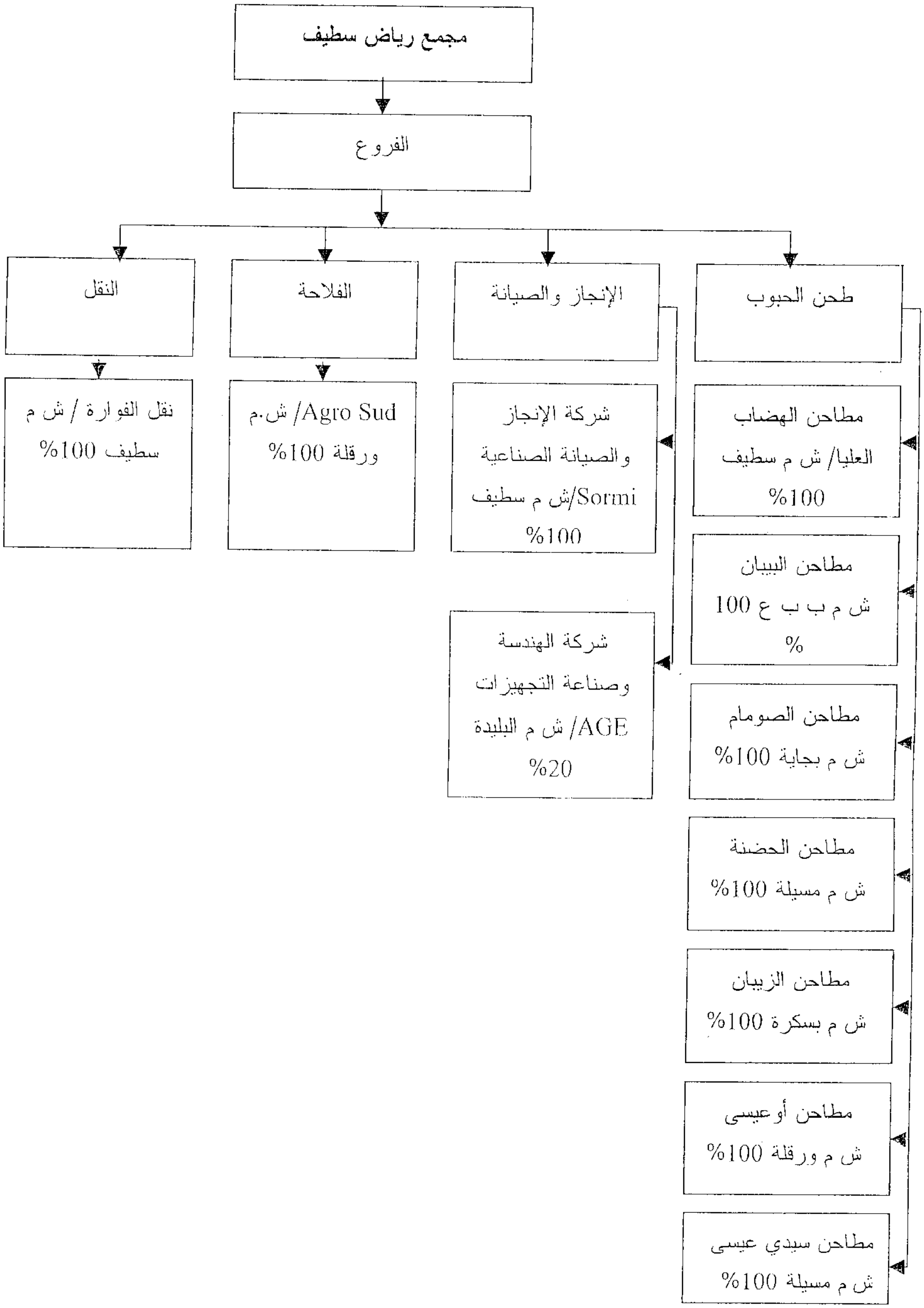
- مديرية الاتصال والشراكه وتهتم بالعلاقة بين الشركة والشركات الأخرى سواء داخلية أو خارجية.

- مديرية التنظيم والتخطيط ومهمتها تخطيط المشروعات وتنظيمها.

3- الهيكل التنظيمي لمجمع رياض سطيف

ينظم مجمع رياض سطيف في شكل مجموعة فروع مستقلة تعود ملكيتها والإشراف على أعمالها للشركة الأم، فالهيكل التنظيمي للمجمع يعكس توجهاته الاستراتيجية خاصة منها المعتمدة في بداية 1997 التي كان هدفها خلق أنشطة متكاملة من خلال شركات تابعة في شكل فروع والدخول في شراكة مع الغير، وفقا لمايلي:

شكل 2-3: الهيكل التنظيمي لمجمع رياض سطيف



المصدر: Notice Information, Eriad Setif, 1998, P:13

3-1- النشاط التحويلي الإنتاجي

تم تحويل وحدات ومركبات الإنتاج التي بدأت عملية تجديدها انطلاقا من سنة 1992 إلى سبعة فروع مستقلة في شكل شركات مساهمة مملوكة 100 % من طرف الشركة الأم، وتكمن المهمة الأساسية لهذه الفروع هي تحويل الحبوب، إنتاج الدقيق، الفرينة والعجائن الغذائية.

3-2- نشاط الصيانة والتجهيز

بغية ضمان السير الحسن للعملية الإنتاجية من الناحية التقنية أنشأ مجمع رياض سطيف فرعا مستقلا يتولى عملية الإنجاز والصيانة، كما ساهم المجمع في 20 % من رأس مال شركة الهندسة وصيانة التجهيزات بالبليدة من أجل اقتحام مجالات البحث والتطوير.

3-3- نشاط النقل

تحولت وحدة النقل التي كانت موجودة سابقا على مستوى المؤسسة إلى شركة تابعة للنقل تتولى مهمة النقل البري للتموين والمنتجات تامة الصنع للمجمع.

3-4- النشاط الفلاحي

امتدادا للبعد الاستراتيجي الذي يعمل المجمع على تحقيقه قام هذا الأخير بخلق شركة تابعة للفلاحة الصحراوية بولاية ورقلة، بعد أن كانت عبارة عن وحدة فلاحية مندمجة توكل لها مهمة توفير المنتجات الفلاحية خاصة الحبوب.

المطلب الثالث: ظروف وأسباب إدخال سهم مجمع رياض سطيف للبورصة

يمكن تناول هذا المطلب من خلال ما يلي:
- الظروف المحيطة بعملية إدخال سهم مجمع رياض سطيف للبورصة؛
- أسباب إدخال سهم مجمع رياض سطيف للبورصة؛

1- الظروف المحيطة بعملية إدخال سهم مجمع رياض سطيف للبورصة

شكلت مجموع التغيرات التي مر بها الاقتصاد الجزائري في الحقبة الأخيرة مدخلا أساسيا يمكن من خلال تفسير جل الظواهر الاقتصادية التي حدثت على المستوى الجزئي في الاقتصاد والتي ساهمت في دفع مجمع رياض سطيف نحو البورصة، ويمكن ذكر البعض من هذه التغيرات وفق ما يلي:

1-1- الانسحاب التدريجي للدولة من النشاط الاقتصادي

يعد انسحاب الدولة من التدخل في النشاط الاقتصادي في الجزائر ترجمة للتوجه نحو اقتصاد السوق، ورفع احتكار الدولة في مقابل فتح المجال أمام الاستثمار الخاص لاسيما منه الأجنبي، وأهم سياسة اعتمدتها

الدولـــة في ذلك هي خوصصة المؤسسات العمومية باستعمال مختلف الطرق المتعارف عليها، بما فيها رفع رأس المال الشركات العامة أو فتحه عن طريق البورصة.

1-2- خلق آليات جديدة لتمويل الاقتصاد الوطني

تعتــبر مواكــبة متطلــبات اقتصاد السوق السبب الرئيسي الذي أدى إلى إعطاء الاستقلالية للبنوك العمومــية في تسيير شؤونها ومنح القروض، مع فسح المجال لظهور البنوك الخاصة سواء كانت وطنية أو أجنبــية، والأهــم مــن ذلك هو خلق بورصة للقيم المتداولة بغية تهيئة الادخار الوطني في اتجاه الاستثمار المنتج وفتح قنوات جديدة لتمويل المؤسسات خاصة منها العمومية بعد انسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي.

1-3- الانخفاض التدريجي لأسعار الفائدة ومعدلات التضخم

بعد الانخفاض التدريجي لمعدلات الفائدة، ومع انخفاض معدلات التضخم أدى ذلك إلى استقرار سوق المالــية فــي الجزائــر وأصبح يشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم في الأوراق المالية كأسلوب جديد للاستثمار في الجزائر.

1-5- تحرير التجارة الخارجية وتشجيع الاستثمار الخاص

يعتــبر تحريــر التجارة الخارجية وتشجيع الاستثمار الخاص من طرف الدولة دافع رئيسي للتعجيل بزوال الاحتكار الذي كانت تمارسه المؤسسات العمومية، الأمر الذي أدى إلى المنافسة بين مختلف المتعاملين الاقتصــاديين العموميين والخواص، سواء من حيث المنافسة في سوق السلع والخدمات أو المنافسة في سوق الأوراق المالية.

2- أسباب إدخال مجمع رياض سطيف للبورصة

يمكن حصر أهم أسباب إدخال المجمع للبورصة فيما يلي:

2-1- خوصصة المجمع

باعتبار مجمع رياض سطيف ملك للدولة فإنها تسعى لخوصصته والتنازل عنه تدريجيا باللجوء إلى البورصـــة، التي تعتبر احسن تقنية لخوصصة الشركات الناجحة والقادرة على جلب مستثمرين، إلى جانب ذلــك فإن مجمع رياض سطيف يعتبر من المؤسسات المحظوظة إذ سيسمح دخوله في البورصة إلى انتقال سليم لملكيته من يد الدولة إلى المستثمرين الخواص.

2-2- الرغبة في إدخال المجمع إلى البورصة

قــد مثلــت الرغبة لإدخال المجمع إلى بورصة دافعا قويا، حيث أن الكثير يعتقد من ورائه أن لجوء المجمع لطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب وحده كافي لدفع المجمع للنمو، لذلك كان الغرض هو إدراج أسهم

المجمع في التسعيرة الرسمية أكثر منه لهدف الحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات، وأحسن دليل على ذلك هو بقاء الأموال المجمعة من تلك العملية مجمدة في شكل ودائه لدى البنوك.

2-3- تدعيم الأموال الخاصة وتنويع مصادر التمويل

سـمحت عملية إصدار أسهم جديدة للمجمع من رفع نسبة الأموال الخاصة في هيكله المالي، الشيء الذي ينعكس بالإيجاب على الاستقلالية المالية ويرفع من رأس المال، بالإضافة إلى تنويع المصادر التمويلية عن طريق التمويل المباشر من أصحاب الفوائض المالية الذي لم تكن تعرفه المجمع من قبل.

2-4- تحفز مسيري المؤسسة وعمالها على العمل بجدية

بالإضافة إلى رفع معنويات موظفي المجمع وشعورهم بالفخر لإدراج مؤسستهم بالبورصة، فإنه من جهة أخرى سيزيد ذلك من تحمس العاملين والمسيرين للعمل بجدية أكبر من أجل الحفاظ على قيمة السهم في السوق نظرا للعلاقة القائمة بين قيمة السهم ونتائج المجمع.

1-5- إعادة توزيع السلطات داخل المجمع

بعدمـا كان مجمع رياض سطيف مملوكا ملكية كاملة من طرف الدولة المتمثلة في الشركة القابضة آنـذاك، تغـير الوضع بعد إدخال سهم المجمع إلى البورصة وأصبح رأسماله الاجتماعي مقسما بين الشركة القابضـة بنسـبة 80 % والمساهمين الجدد بنسبة 20 %، هذا ما أدى إلى ظهور توزيع جديد للملكية يسمح بتفعيل آليات الرقابة أكثر داخل المجمع وترشيد القرارات.

مـــن خلال هذا الجدول يلاحظ أن الإيرادات العامة عرفت تحسنا مضطردا خلال سنة 1997 مقارنة بســـنة 1996 حيث بلغ معدل نموها 12,34%، وكان ذلك نتيجة للتطور الذي عرفته الإيرادات النفطية إذ يلاحظ أنها ما زالت تشكل النصيب الأوفر من إجمالي الإيرادات، لكن وفي نفس السنة يلاحظ انخفاض حجم الرصـــيد الإجمالي للخزينة بما يعادل 11,74%، وذلك نتيجة لنمو النفقات العامة بنسبة 16,6% وهي نسبة تفـــوق نسبة النمو الذي عرفته الإيرادات. أما في سنة 1998 فقد عرف الرصيد الإجمالي للخزينة عجز قدر بــــ 108,3 مليار دج نتيجة لانخفاض الإيرادات بنسبة 16,4% مقارنة بسنة 1997 جراء تراجع الإيرادات النفطـــية، وهذا ما يثبت مرة أخرى بأن الاقتصاد الجزائري ما زال عرضة لتقلبات أسعار النفط بشكل كبير. وفـــي ســـنة 1999 يلاحـــظ تراجع في عجز الرصيد الإجمالي للخزينة جراء النمو الذي عرفته الإيرادات والمقدر بــــ 22,7%، خاصة وإذا عرفنا بأن هذا النمو كان نتيجة لارتفاع الإيرادات النفطية بمعدل نمو بلغ 38,1%[1]. بالإضـــافة إلى ذلك أيضا يلاحظ خلال هذه السنة نمو في حجم النفقات لكن بدرجة أقل من النمو الذي مس حجم الإيرادات. وفي سنة 2000 استأنف الرصيد الإجمالي للخزينة نموه إذ بلغ 398,8 مليار دج بما يعادل 9,78%من الناتج المحلي الخام، وذلك جراء نمو حجم الإيرادات العامة والإيرادات النفطية بصفة خاصـــة مع ارتفاع سعر النفط إلى 28 دولار للبرميل، كذلك لقد عرفت هذه السنة نمو النفقات العامة ولكن معدل نموها كان أقل من معدل نمو الإيرادات وهو الشيء الذي لم يؤثر سلبا على الرصيد الإجمالي للخزينة. أما في سنتي2001-2002 فقد كان هناك تباين في نمو الإيرادات بالنسبة إلى النفقات وهو الشيء الذي أثر على تغير حجم الرصيد الإجمالي للخزينة.

1-2- السياسة الضريبية

باعتبار السياسة الضريبية فرع من فروع الساسة المالية فإن لها تأثير بالغ الأهمية على قيمة الأوراق المالية، فكما هو متعارف عليه فإن القرارات التي تندرج ضمن السياسة الضريبية والرامية إلى تشجيع قطاع معين، من خلال رفع الضغط الضريبي عنه انطلاقا من مجموعة الإعفاءات والتخفيضات الضريبية، له آثار إيجابـــية على أرباح شركات القطاع وعلى قيمة أوراقها المالية، فإذا تم ربط هذا المفهوم بالواقع الاقتصادي بالجزائري وتقييم الآثار الناجمة عن رفع أو تخفيض معدلات ضريبة أرباح الشركات لاتضح ما يلي:

جدول 6-4: تغير معدلات الضريبة على أرباح الشركات خلال الفترة 1991-1999

قانون المالية / معدل الضريبة	1991	1994	1999
المعدل العالي%	42	38	30
المعدل المخفض%	5	33	15

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على قوانين المالية لسنوات: 1991-1994-1999.

[1]- نتيجة لارتفاع سعر البرميل من 12,58 دولار سنة 1998إلى 18.3 دولار.

من خلال هذا الجدول يتضح بأن السلطات الاقتصادية في الجزائري انتهجت سياسة تخفيض معدلات الضـــريبة على أرباح الشركات من خلال مجموعة من التدابير كترجمة الإصلاحات الاقتصادية الرامية إلى تشـــجيع الاستثمار. ففي سنة 1991 كان المعدل في حدود 42% لينخفض بعد ذلك إلى 38% سنة 1994 ثم 30% سنة 1999 وهو ما يعتبر إجراءا تحفزي على الاستثمار في الإطار المؤسساتي، بالإضافة إلى تحقيق أرباح أكبر داخل الشركات الشيء الذي يساعد على نموها وتوسعا وارتفاع قيمة أوراقها المالية، ولكن بالرغم مـــن انتهاج سياسة تخفيض معدلات الضريبة إلا أنه من الملاحظ أن مستوى الضغط الضريبي في الجزائر استمر في الارتفاع خاصة خلال السنوات 1995، 1996 و1997 حيث بلغ 33,48%، 34,84% و35,34 % علـــى التوالي، وذلك نتيجة لارتفاع قدرة التحصيل الضريبي من جهة مقارنة بالسنوات السابقة، وتحول رؤوس الأمـــوال من السوق الموازية إلى الاستثمار في السوق الرسمية، وهو الشيء نفسه الذي حدث تقريبا ســـنتي 1998 و1999 حيث انخفض معدل الضغط الضريبي سنة 1998 ليبلغ 28,44% ثم عاود الارتفاع ســـنة 1999 إلـــى 30,32% بالرغم من تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات إلى 30%، وبطبيعة الحـــال فإن هذا الارتفاع يعتبر دائما من المؤشرات السلبية التي تؤدي إلى كبح النشاط الاقتصادي من جهة والتأثير على أرباح الشركات وقيمة أوراقها المالية من جهة أخرى.

أما بالنظر إلى المعدلات المخفضة فيلاحظ بأنها انخفاضات من 33% سنة 1994 إلى 15% سنة 1999 الشيء الذي يشجع الشركات على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، بالرغم من أن هذا الإجراء يؤثر على الكفاءة التخصيصية لسوق الأوراق المالية في بعض الأحيان إذا كانت الشركة مدرجة في البورصة. هذا وقـــد اتخـــذت الســـلطات الاقتصادية سلسلة إجراءات من أجل تشجيع الطلب على الأوراق المالية من خلال إصدار إعفاءات على التعامل بالأوراق المالية ابتداء من سنة 2004[1].

1-3- السياسة النقدية

بعدما أكدت العديد من الدراسات وجود علاقة بين السياسة النقدية المنتهجة في الدولة ومستوى أسعار الأوراق المالية في السوق، وما يلاحظ عن هذه السياسة في الجزائر هو لجوء السلطات النقدية إلى التخفيض في معدلات إعادة الخصم المنتهجة على مستوى البنوك، للتأثير على أرباح الشركات ومن ثم على قيمة أوراقها المالية في السوق، والجدول الموالي يبين ذلك:

جدول 6-5: تطور معدلات إعادة الخصم في الفترة 1995-1999

السنوات	1995	1996	1997	1998	1999
معدل إعادة الخصم %	14	13	11	9,5	8,5

المصدر: A. Beltas, 2002, Op-cit, p: 38

[1]- المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.

من خلال هذا الجدول يلاحظ انخفاض معدل إعادة الخصم من 14% سنة 1995 إلى 8,5% سنة 1999، وهذا ما يعتبر عامل محفز على تخفيض معدلات الفائدة المتعامل بها على مستوى البنوك، ومن ثم توفير مصادر تمويل منخفضة التكلفة، الشيء الّذي يزيد من أرباح الشركات وارتفاع قيمة أوراقها المالية.
أما بالنسبة لمعدل التضخم فهو الآخر قد عرف انخفاض مهم خلال السنوات الأخيرة، حيث تشير الإحصائيات والتقارير إلى انخفاضه من 38,4% سنة 1994 إلى 15% سنة 1996 ليصل إلى 5,73% سنة 1997 ثم إلى 1% سنة 2000 وهذا ما ينبه بارتفاع مستوى النشاط الحقيقي الشيء الذي ينبئ بزيادة أرباح الشركات ومن ثم بارتفاع عوائدها.[1]

1-4- الناتج المحلي الخام

قد عرف الناتج المحلي الخام تطور ملحوظ خلال السنوات الأخيرة وهو ما يتضح من خلال الجدول الموالي:

جدول 6-6: تطور الناتج المحلي الخام

الوحدة: مليار دج

البيان / السنة	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
الناتج المحلي الخامPIB	2780,2	2830,5	3248,2	4098,8	4235,6	4455,3	5124
معدل النمو	–	%1,8	%14,75	%26,18	%3,33	%5,18	%15

المصدر: W W W Bank of Algeria. DZ, Date de consultation: 13/03/2004

من خلال هذا الجدول يلاحظ تطور حجم الناتج المحلي الخام، حيث بلغ ذروته سنة 2000 بحجم 4098,8 مليار دج وبمعدل نمو26,18% مقارنة بسنة 1999، وذلك كنتيجة لانتعاش أسعار النفط من جهة حيث سجلت 28 دولار للبرميل بعد أن كانت تتراوح في حدود 18 دولار سنة 1999، ومن جهة أخرى الانتعاش الذي عرفه القطاع الفلاحي إذ بلغت حجم مساهمته في الناتج المحلي الخام 340,2 مليار دج دون أن ننسى التطور المحقق من طرف قطاع الصناعات الخفيفة. وفي سنة 2001 يلاحظ بأن هذا النمو لم يستمر وفق الوتيرة السابقة بل انخفض إلى مستوى 3,33%، وذلك جراء التراجع الذي عرفته أسعار النفط إلى 24,8 دولار، وهذا ما يثبت بأن الاقتصاد الجزائري لازال يعاني من حساسية مفرطة للتغير في أسعار النفط. وفي سنة 2002 أيضا استمر الناتج المحلي الخام في الارتفاع ولكن بوتيرة أقل من الوتيرة السابقة إذ بلغ نسبة 5,18%، ليرتفع مرة أخرى سنة 2003 ولكن بنسبة 15% وهي السنة التي بلغ فيها النمو الاقتصادي

[1] – عمار عماري، "الإصلاحات الاقتصادية وأثارها على القطاع الصناعي في الجزائر"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد الأول، 2002، ص ص: 97-98.

ذروته حيث وصل إلى حدود 6,5% بعد أن كان 4,1% سنة 2002، كما تشير التقديرات أيضا بأن هذا النمو الاقتصادي لن يستقر في هذا الوضع بل سينخفض إلى 5,1% سنة 2004 .[1]

وبطبيعة الحال فكل ارتفاع في حجم الناتج المحلي الخام وزيادة معدلات نمو الاقتصادي، من شأنه التأثير على حجم الاستثمارات في البلد وعلى قيمة الشركات الشيء، الذي ينعكس على قيمة الأوراق المالية. أما ما حدث في الجزائر في الآونة الأخيرة من زيادة في حجم الناتج المحلي الخام ونمو اقتصادي لا يعبر حقيقة عن زيادة في حجم النشاط الاقتصادي خارج المحروقات، الشيء لا يؤثر تأثير كبير على المناخ الاستثماري للقطاعات الاقتصادية الغير مرتبطة بقطاع المحروقات.

1-5- المديونية

يمكن تناول تطور المديونية الخارجية في الجزائر من خلال ما يلي:

جدول 6-7: تطور المديونية الخارجية في الفترة 1993-2003

الوحدة: مليار دولار

2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	السنة / البيان
23,203	22,540	22,311	25,088	28,140	30,261	31,060	33,230	31,317	28,850	25,024	ديون طويلة ومتوسطة الأجل
0,150	0,102	0,260	0,173	0,175	0,212	0,162	0,421	0,256	0,636	0,700	ديون قصيرة الأجل
23,333	22,642	22,571	25,261	28,315	30,473	31,222	33,651	31,573	29,486	25,724	مجموع الديون
35,03	42,05	41,92	47,23	58,9	64,8	66,4	73,5	76,1	69,9	52,1	الديون بالنسبة للناتج المحلي الخام%
0,94	1,18	1,12	1,11	2,15	2,80	2,12	2,43	2,85	3,07	2,34	الديون بالنسبة لمداخيل الصادرات
17,7	21,68	22,21	19,8	39,5	47,5	30,3	30,9	38,8	47,1	82,2	خدمة الدين بالنسبة للصدرات%

المصدر: Media bank, Journal interne de la banque d'algerie, N° 70, 2004 , pp: 14-15

من خلال هذا الجدول يلاحظ بأن حجم الديون الخارجية للجزائر بلغت 25,724 مليار دولار في نهاية 1993 مقسمة إلى ديون طويلة ومتوسطة الأجل بمقدار 25,024 مليار دولار، وديون قصيرة الأجل بمقدار 700 مليون دولار، وقد مثلت هذه الديون ما نسبته 52,1% من الناتج المحلي الإجمالي و2,34 مرة من الصادرات، كما بلغت خدمة الدين الخارجي خلال نفس السنة 9,4 مليار دولار أي ما يعادل 82,2% من الصادرات، وهي نسبة كبيرة توحي بأن كل المداخيل تقريبا كانت تذهب إلى خدمة الدين، الشيء الذي استدعى السلطات الاقتصادية في الجزائر آنذاك إلى السعي لإبرام اتفاق جديد مع نادي باريس للدول الدائنة

[1]- " Croissance économique: les prévisions revues à la baisse en 2004", Journal el acile, Dimanche 11 janvier 2004, p: 6.

يقضي بإعادة جدولة الديون الجزائرية، وهذا ما حدث فعلا في الاتفاق الأول شهر جويلية 1994، حيث أعيد جدولت 5,3 مليار دولار من ديون سنتي 1994-1995 المستحقة للنادي وذلك على مدى 15عام، بالإضافة إلـــى الاتفــاق الثاني الذي يقضي بإعادة جدولة 7,5 مليار دولار من الديون الأساسية المستحقة للنادي على مدار ثلاث سنوات من 1995 إلى 1998 وكذا الفوائد المستحقة في السنة الأولى، حيث تكون الدفعة الأولى ســنة 1999 والدفعـــة الأخيرة سنة 2011. وفي نفس الإطار تجدر الإشارة إلى أن الجزائر تحصلت على موافقة صندوق النقد الدولي "FMI" بموجب اتفاقيات المساندة لأفريل وماي 1995، والتي تقضي بالحصول علـــى تســـهيلات ائتمانية بقيمة مليار دولار و1,8 مليار دولار على التوالي لدعم برنامج الإصلاح الهيكلي المنتهج من طرف الحكومة آنذاك.[1]

وعـــودة إلـــى تطور حجم الديون الخارجية وفي سنة 1994 وبعد الاتفاق مع صندوق النقد الدولي ونادي باريس يلاحظ زيادة في حجم الديون التي بلغت 29,486 مليار دولار بنسبة 69,9% من حجم الناتج المحلي الخام وما يعادل 3,4 مرة من حجم الصادرات، لكن ما يلاحظ أيضا خلال هذه السنة هو تراجع نسبة خدمة الدين بالنسبة للصادرات إذ بلغ 47,1% وهذا جراء تأجيل الدفع المتفق عليه. أما خلال سنتي 95 و96 يلاحـــظ اســـتمرار حجـــم الديون في الزيادة حيث بلغت 31,573 مليار دولار و33,639 مليار دولار على التوالي، مع تراجع نسبة خدمة الدين. أما في سنة 1997 يلاحظ استمرار تراجع حجم الديون مع زيادة نسبة خدمـــة الديـــن بالنسبة للصادرات إذ بلغت 47,5% وذلك جراء بداية تسديد الديون المعاد جدولتها مع نادي باريس. وفي سنة 1999 وإلى غاية 2003 يلاحظ استمرار انخفاض حجم الديون الخارجية حيث تراجعت إلـــى 23,313 ملـــيار دولار ســـنة 2003 بما يعادل 23,49% مقارنة بسنة 1998، ومن المتوقع أيضا أن تتراجع حجم الديون الخارجية مرة أخرى لتبلغ مع نهاية سنة 2004 مقدار 22 مليار دولار.

وبطـــبعة الحال فانخفاض حجم الديون الخارجية وزيادة قيمة احتياطات الدولة من العملة الصعبة من شأنه التأثير أجابا على دراجة النمو الاقتصادي وتحسين حالة سوق الصرف، الشيء الذي تصبح على أساسه الهيئات المالية الدولية وهيأت التأمين تقدر الوضع الاقتصادي في الجزائر بصرامة أكثر، مما جعل الجزائر تصـــنف في نظر المستثمر الأجنبي ضمن مستوى من المخاطر أحسن من الذي كانت عليه، وهذا ما يعتبر مؤشر جيد يمكن من بسهولة من الدخول إلى أسواق رؤس الأموال العالمية واستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

[1]- مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1994،ص: 104.
- مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1995، ص ص: 114-115.

2- تحليل ظروف قطاع الصناعات الغذائية

قد عرف قطاع الصناعات الغذائية تطورا ملحوظا خلال السنوات الماضية، حيث نجد أن عدد مؤسسات هذا القطاع قد تطور من 11.170 مؤسسة سنة 95 إلى 13.851 مؤسسة سنة 2000، والجدول الموالي يوضع ذلك:

جدول 6-8: تطور عدد مؤسسات قطاع الصناعات الغذائية

خلال سنتي 1999-2000

الوحدة: مؤسسة

السنة / القطاع	1995	2000
قطاع العام	64	228
قطاع الخاص	11106	13623
المجموع	11170	13851

المصدر: WWW.ONS.DZ, Date de consultation: 25/04/2004

يلاحظ من هذا الجدول تطور عدد الشركات الخاصة والعامة على حد السواء، فبالنسبة لشركات القطاع العام تطورت بما يعادل 2,56 مرة مقارنة بسنة 1995، وهو ما يمكن تفسيره من خلال سياسة إعادة هيكلة المؤسسات المنتهجة من طرف الدولة في فترة الإصلاحات الاقتصادية، أما في ما يخص شركات القطاع الخاص فقد تطورات بمعدل 0.22 مرة مقارنة بنسبة سنة 1995.

وبالرغم من هذا التطور في عدد الشركات إلا أن المعلومات الوردة تفيد بأن هناك تراجع في النمو على مستوى هذا القطاع خاصة في الآونة الأخيرة، حيث بلغ 12,8%، 18,8% و20,5% خلال سنوات 2001، 2002، 2003 على التوالي وهي وضعية جد محرجة حذرا منها مسيري هذا القطاع، خاصة في ظل الأنباء التي ترد حول غلق بعض المطاحن لأبوابها بسبب عدم قدرة مليكها تسديد القروض، ضف إلى ذلك فإنه يلاحظ أيضا بأن هذا القطاع أصبح يغطي ما حجمه 37% فقط في المؤشر الإجمالي للقطاع سنة 2003 بعدما كان لا يقل عن 50% في السنوات القليلة الماضية.[1]

فهذا التراجع يغزى إلى عدة مشاكل منها ما يتعلق بسياسات التموين، والتي عنى منها القطاع العام على وجه الخصوص، الذي يعرف انقطاع في المخزون يؤدي في بعض الأحيان إلى التوقف عن العمل بدوم من 10 أيام إلى 30 يوما، نهيك عن بعض المشاكل الأخرى والتي تعيق السير الحسن مثل البيروقراطية وسوء التسيير.[2]

[1] - مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 2003، المجلس الاقتصادي والاجتماعي، الدورة العامة العادية الرابع والعشرين، جوان 2004، ص: 31.

[2] - نفس المرجع، ص: 34.

المطلب الثاني: تحليل نقاط قوة وضعف المجمع ومختلف جوانب نشاطه

سيتم تناول هذا الطلب من خلال النقاط الموالية:

- نقاط قوة وضعف المجمع؛
- تحليل نشاط المجمع.

1- نقاط قوة وضعف المجمع

مجمع رياض سطيف ككل الشركات يعيش في محيط يتميز فيه بنقاط قوة تكسبه ميزة تنافسية، ويعاني من نقاط ضعف تترجم في شكل تهديدات، وللتعرف على مختلف هذه النقاط سيتم التطرق إليها من خلال مايلي:

1-1- نقاط قوة المجمع

يتميز مجمع رياض سطيف بجملة من نقاط القوة يمكن ذكر أهمها من خلال مايلي:

- الخبرة المكتسبة في القطاع.
- كفاءة المسيرين والمستخدمين، حيث يتمتع المجمع بنسيج عملي كفء ومنسجم مع الوظيفة الموكلة له.
- يتمتع المجمع بفرص تكوين للعمال بعين المكان وفي المعاهد الوطنية المتخصصة مثل المعهد الوطني للمطاحن بالبليدة سابقا ومعهد INPED بالإضافة إلى منح دورات تكوينية في الخارج.
- ضخامة تجهيزات الإنتاج، مقارنة مع الشركات الأخرى المنافسة على مستوى القطاع.
- تكنولوجية وسائل الإنتاج وتطورها.
- التمحور حول النشاط الأساسي زيادة على استخدام أسلوب الإنتاج المتكامل رأسيا وأفقيا مثل صناعة الدقيق واستخدام بقاياه في صناعة الفرينة، وكذلك صناعة أغذية المواشي، الدواجن، العجائن الغذائية، صناعة الخبز وبعض أنواع الحلويات وكذلك إنشاء مزارع لتربية الأغنام والدواجن مثل مزرعة قاسي الطويل ومزرعة حاسي بن عبد الله.
- إدخال منتوجات جديدة للسوق مثل العجائن وبعض أصناف الحلويات من دون غلوتين.
- التوزيع الجيد في مناطق الاستهلاك.
- اعتماد استراتيجية تسويقية مبنية على الطرق الحديثة للتوزيع.
- استخدام شبكة الإعلام الآلي الداخلي في تسيير المجمع.
- ضخامة رأس المال والاستقلالية المالية.

1-2- نقاط ضعف المجمع

يمكن ترجمة مختلف نقاط الضعف التي تهدد نشاط مجمع رياض سطيف في ما يلي:

- الانتقال من الاحتكار إلى المنافسة وما نجم عنه من آثار سلبية لم يتحكم المجمع فيها.
- عدم القدرة على المحافظة على الكميات المنتجة عبر الفترات المختلفة بسبب القيود التي تحول أمام المجمع دون تحقيق ذلك، ولعل أهمها الاستمرار في تطبيق السياسات الإنتاجية الموروثة عن سنوات الاحتكار.
- عدم قدرة المحافظة على هوامش الربحية وذلك بسبب غياب دراستها خاصة في الفترة التي كان المجمع يحتكر فيها السوق.
- عدم تمكن المجمع من القيام بالوظيفة التموينية على أحسن وجه، خاصة في ظل ارتباطها OAIC والمشاكل الناجمة عن ذلك، إذ نجد بأن المجمع يعرف في بعض الأحيان انقطاع في المخزون لفترة تصل إلى 10 أيام أو أكثر.
- غياب الاستقرار الإداري حيث عرف المجمع خمسة مدراء في ظرف أربع سنوات.
- عدم تساوي الفرص الممنوحة للمجمع مع تلك الممنوحة لشركات القطاع الخاص.
- عدم التمكن من الحصول على التسهيلات والتحفيزات الجبائية والشبه جبائية الممنوحة للقطاع الخاص.
- عدم امتلاك الحرية الكاملة للتصرف في الأسعار والمناورة من أجل كسب أكبر حصة من السوق.

2- تحليل نشاط المجمع

يمكن تحليل نشاط المجمع من خلال ما يلي:

2-1- تطور المبيعات ورقم الأعمال

2-1-1- تطور المبيعات

يتم عرض تطور المبيعات حسب الكميات المنتجة بالمجمع خلال سنتي 1999 و2000 وفق الجدول أدناه:

جدول 6-9: تطور المبيعات حسب كمية المنتوج خلال سنتي 1999-2002

الوحدة: قنطار

المنتوج / السنة	1999	2002	الفارق	النسبة%
دقيق	5.220.960	1.870.368	3.350.592-	64-
فرينة	2.307.017	915.737	1.391.280-	60,3-
بقايا	3.564.561	1.343.364	2.221.197-	62-
عجائن غذائية	151.238	68.403	82.835-	54,7-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

من هذا الجدول يلاحظ الانخفاض الكبير في مبيعات المجمع خلال سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، وهذا الانخفاض قد مس جميع أنواع المبيعات. فبالنسبة للدقيق قد عرف انخفاض بنسبة 64% ونفس الشيء

بالنسبة للفرينة، البقايا والعجائن الغذائية حيث بلغت نسب انخفاض مبيعاتهم 60,3%، 62% و54,7% على التوالي. زهذا الانخفاض يعود إلى التغيرات التي عرفها القطاع خلال السنوات القليلة الماضية، خاصة مع زيادة حدة المنافسة وانتهاء مرحلة احتكار السوق التي كانت ممارسة من طرف المجمع.

2-1-2- تطور رقم الأعمال

يمكن عرض تطور رقم الأعمال حسب المنتوجات المباعة خلال سنتي 1999-2002 وفق الجدول الموالي:

جدول 6-10: تطور رقم الأعمال حسب المنتوج خلال سنتي 1999-2002

الوحدة: دج

السنة / المنتوج	1999	2000	الفارق	النسبة%
الدقيق	13.914.920.977	4.844.000.000	9.070.920.977-	65,18-
الفرينة	4.524.480.010	1.642.000.000	2.882.480.010-	63,7-
منتوجات مختلفة	3.014.862.777	1.364.000.000	1.650.862.777-	54,75-
عجائن غذائية	702.862.169	291.000.000	411.862.169-	58,59-
منتوجات أخرى	67.453.169	41.000.000	26.453.169-	39,21-
أداء خدمات	-	188.000.000	--	-
المجموع	22.224.329.456	8.370.000.000	13.854.329.456-	62.33-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

من خلال هذا الجدول يلاحظ التراجع الكبير في رقم الأعمال الإجمالي خلال سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، حيث بلغت نسبة التراجع 62,33%، وقد مس جميع المنتوجات المباعة خاصة منها الدقيق،الفرينة والعجائن الغذائية وذلك بسبب المنافسة الكبيرة.

2-2- تطور الإنتاج

يتم عرض تطور إنتاج مجمع رياض سطيف خلال سنتي 1999-2002 من خلال الجدول أدناه:

جدول 6-11: تطور إنتاج مجمع رياض سطيف خلال سنتي 1999-2002

الوحدة : قنطار

السنة / المنتوج	1999	2002	الفارق	النسبة%
الدقيق	5.357.584	2.019.798	3.337.786-	62,3-
الفرينة	2.284.632	920.712	1.363.920-	59,69-
بقايا	3.557.292	1.337.779	2.219.513-	62,39-
عجائن غذائية	184.964	74.461	110.503-	59,74-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

من خلال هذا الجدول يلاحظ التراجع الكبير في الكميات المنتجة من طرف المجمع خلال سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، فقد بلغت نسبة تراجع إنتاج الدقيق ما يعادل 62,3% أما نسب تراجع إنتاج الفرينة، البقايا والعجائن الغذائية فقد بلغت 59,69%، 62,39% و59,74% على التوالي. وهذا التراجع يعزى دائما لظروف التي أصبح يعيشها القطاع مع المنافسة الكبيرة، يضاف إلى ذلك العراقيل الإنتاجية ومشاكل التموين.

2-3- تطور الأعباء

يمكن عرض أعباء مجمع رياض سطيف من خلال الجدول الموالي:

جدول 6-12: تطور أعباء مجمع رياض سطيف خلال سنتي 1999-2002

الوحدة: دج

السنوات / الأعباء	1999	2002	الفارق	النسبة%
بضاعة مستهلكة	131.300.299,9	24.210.284,6	107.090.015,3-	81,56-
مواد ولوازم مستهلكة	15.927.242.897.9	7.027.166.223	8.900.476.674,9-	55,88-
خدمات	284.540.297.5	221.090.137,5	63.450.160-	22,29-
مصاريف مستخدمين	1.101.845.781.7	896.613.969,7	205.231.812-	18,62-
ضرائب ورسوم	484.835.201.2	150.582.303,8	334.252.897,4-	68,94-
مصاريف مالية	428.194.991,5	99.840.222,9	328.354.768,6-	76,68-
مصاريف مختلفة	41.779.218,2	28.729.098,8	13.050.119,4-	31,23-
رسوم شبه جبائية	63.860.519	17.226.016	46.634.503-	73,02-
مخصصات اهتلاك	1036485069,6	951.658.589	84.826.480,5-	8,18-
أعباء الاستغلال	19.500.484.275,4	9.417.116.845,2	10.083.367.430-	51,70-
أعباء خارج الاستغلال	820.557.680,8	1.129.196.819,9	308.639.137	37,61-
مجموع الأعباء	20.321.041.958,2	10.546.303.665	9.774.728.293,3-	48.10-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

يلاحظ من هذا الجدول انخفاض إجمالي الأعباء لسنة 2002 بما يعادل 48,10%مقارنة بسنة 1999، وهذا الانخفاض جاء كنتيجة حتمية للانخفاض الذي عرفته أعباء الاستغلال والمقدر بـ 51,7% والذي مس جميع بنودها، فسجل تراجع على مستوى البضاعة المستهلكة بلغ نسبة 81,56% وكان ذلك جراء انخفاض إنتاج المجمع لتراجع المبيعات بسبب قلة الطلب، وهو ما يترجم أيضا من خلال انخفاض الضرائب والرسوم، أما عن تراجع المصاريف المالية فهو نتيجة لتسديد المجمع للقروض التي كانت على ذمته، وبالنسبة لانخفاض مصاريف المستخدمين فهو راجع لنقص عدد المستخدمين من 2836 عامل سنة 1999 إلى 2201 عامل سنة 2002. كذلك تمت مقارنة مصاريف المستخدمين برقم الأعمال فإنه يلاحظ أنها تشكل 10,97% سنة 2002 مقابل 4,95% سنة 1999، وهذا ما يوحي أنه وبالرغم من انخفاض هذه المصاريف سنة 2002

إلا أنها أصبحت تشكل عبئ يؤثر سلبا على نتيجة المجمع. أما بخصوص مخصصات الإهتلاك فتراجعها يعود إلى استفاء قيمة بعض الأصول.

وعند مقارنة رقم أعمال المجمع مع التكاليف يلاحظ ما يلي:

جدول 6-13: مقارنة رقم الأعمال مع التكاليف خلال سنتي 1999-2002

الوحدة: دج

السنة / البيان	1999	2002	الفارق	النسبة%
رقم الأعمال	22.226.849.524	8.181.748.655	14.045.100.869-	63.18-
أعباء الاستغلال	19.500.484.275,4	9.417.116.845,22	10.083.367.430,2-	51,7-
الهامش الإجمالي	2.726.365.248,6	1.235.368.190,22-	–	–

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

من هذا الجدول يلاحظ تراجع الهامش الإجمالي للمجمع سنة 2002 مقارنة بسنة 1999 إلى درجة أن أصبح سالب، وهذا ما يفسر النتيجة السالبة المحققة من طرف المجمع.

2-4- تطور النتائج

يمكن عرض النتائج المحققة من طرف المجمع كما يلي:

جدول 6-14: تطور النتائج خلال سنتي 1999-2002

الوحدة: دج

السنة / البيان	1999	2002	الفارق	النسبة%
نتيجة الاستغلال	3.449.927.555,55	274.327.238,28-	3.724.254.793,83-	108-
نتيجة خارج الاستغلال	234.707.392,15-	480.366.963,84-	245.659.571,69-	104-
النتيجة الإجمالية	3.215.220.163,40	754.694.202,12-	3.969.914.365,52-	123,5-
ضريبةعلىارباح الشركات	936.289.427,11	58.178.586	878.110.891,11-	93,8-
النتيجة الصافية	2.278.930.736,29	812.872.738,12-	3.091.803.474,41-	135,7-

المصدر: تم إعداده بناء على معطيات من المجمع.

من هذا الجدول يلاحظ تراجع النتيجة الصافية بما يعادل 135,7% وهي وضعية جد خطيرة تستدعي القلق، فالسبب الرئيسي في هذه الخسارة يعود في الأساس إلى الخسارة أو التراجع المسجل على مستوى نتيجة الاستغلال والذي بلغ 108%، دون تجاهل التراجع المسجل على مستوى النتيجة خارج الاستغلال والذي بلغ 104%.

المطلب الثالث: تحليل الوضعية المالية لمجمع رياض سطيف

يمكن تحليل الوضعية المالية لمجمع رياض سطيف من خلال ما يلي:

- التحليل بواسطة القوائم المالية المقارنة؛
- التحليل بواسطة المؤشرات والنسب المالية.

1- التحليل بواسطة القوائم المالية المقارنة

بغية تحليل القوائم المالية المقارنة سيتم مقارنة مختلف عناصر الأصول والخصوم كما يلي:

1-1- مقارنة عناصر الأصول

1-1-1- مقارنة عناصر الاستثمارات

يتم مقارنة عناصر الاستثمارات وفق الجدول الموالي:

جدول 6-15: مقارنة عناصر الاستثمارات

الوحدة: دج

الاستثمارات	القيمة				الفارق بين سنتي 1999-2002	
	1999	2000	2001	2002	القيمة	النسبة %
مصاريف إعدادية	92.013203,45	72.332.176,23	36.779.346,66	20.188.499,4	71.824.704,05-	78,05-
قيم معنوية	193.000	193.288.275,6	216.592.675	216.592.675	23.592.675	12,22
أراضي	438.713.118	434.596.482	442.462.694	442.462.694	3.749.576	0,85
تجهيزات الإنتاج	6.231.092.151	5.420.445.466,6	4.596.143.279,5	4.005.538.508,6	2.225.553.643,2-	35,71-
تجهيزات اجتماعية	132.653.256,35	119.079.957,88	105.337.817,38	91.088.169,62	41.565.086,73-	31,33-
حيوانات الإنتاج	33.700	33.700	-	-	-	-
استثمارات أخرى	256.676.706,38	299.720.400,2	318.412.110,52	209.052.624,9	47.624.081,49-	18,55-
المجموع	7.344.182.139,4	6.539.496.458,66	5.715.727.923,02	4.984.923.171,44		

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من هذا الجدول يلاحظ تراجع على مستوى تجهيزات الإنتاج بلغ 35,71%، بما يوحي أن المجمع لم ينتهج سياسة تجديد التجهيزات للحفاظ على الطاقة الإنتاجية، وهذا ما يكون قد أثر سلبا على إنتاج المجمع. بإضافة إلى ذلك فقد سجل تراجع على مستوى التجهيزات الاجتماعية بلغ 31,33%، وقد مس هذا التراجع حتى المصاريف الإعدادية الشيء الذي يعتبر نتيجة منطقية لعملية إطفائها.

1-1-2- مقارنة عناصر المخزونات

سيتم مقارنة عناصر المخزونات وفق الجدول الموالي:

جدول 6-16: مقارنة عناصر المخزونات

الوحدة: دج

المخزونات	القيمة				الفارق بين سنتي 1999-2002	
	1999	2000	2001	2002	القيمة	النسبة %
بضاعة	4.206.169,54	6.300.992,02	5.239.314,70	657.934,32	3.548.235,22-	84,35-
مواد ولوازم	1.021.741.049,27	1.237.175.172,37	909.552.359,57	1.394.138.700,54	372.397.651,27	36,44
منتوجات نصف مصنعة	–	4.535.981,25	–	–	–	–
منتوجات قيد التصنيع	–	224.360,05	888.725,97	222.353,89	–	–
منتوجات تامة	438.287.450,26	354.239.952,90	205.280.579,69	454.287.287,49	15.999.837,23	3,65
فضلات ومهملات	222.324,37	398.146,71	137.934,91	115.407,63	106.916,74-	48,09-
مخزون لدى الغير	573.000	3.902.660,42	899.475	2.511.437,56	1.938.434,56	338,29
المجموع	1.465.029.993,44	1.606.777.265,72	1.121.998.389,84	1.851.933.121,43		

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من هذا الجدول يلاحظ التطور الحاصل في المنتوجات التامة الصنع والبالغ 3,65%، في حين حدث التراجع كبير مس حساب البضاعة وهذا التراجع قد بدأ سنة 2001، كما يلاحظ ارتفاع مسجل على مستوى حساب المخزونات لدى الغير.

1-1-3- مقارنة عناصر الحقوق

يمكن مقارنة عناصر الحقوق وفق الجدول الموالي:

جدول 6-17: مقارنة عناصر الحقوق

الوحدة: دج

الحقوق	القيمة				الفارق بين سنتي 1999-2002	
	1999	2000	2001	2002	القيمة	النسبة%
حقوق لدى الغير	7.598.481.468,9	9.184.667.505,8	9.808.797.936,9	9.587.338.464,6	1.988.856.995,7	26,17
سلفات	1.176.383.339,09	1.418.204.570,06	1.250.941.914,09	1.198.346.744,55	21.963.405,7	1,86
قيم جاهزة	4.524.482.098,3	3.085.910.424,95	2.401.031.331,59	973.939.764,09	3.350.542.334,81-	78,74-
حسابات الخصوم المدينة	43.867,80	8.526,78	630.696,6	18.808.143,61	18.764.275,81	427,74
المجموع	13.299.390.774,4	13.688.790.427,55	13.461.401.879,02	11.778.433.116,87		

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من خلال هذا الجدول يلاحظ ارتفاع على مستوى حساب الحقوق لدى الغير بنسبة 26,71% سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، مما يعني زيادة مبيعات المجمع على الحساب نتيجة لقلة الطلب على منتوجاته مع زيادة حدة المنافسة. وفيما يخص حساب القيم الجاهزة فقد تراجع هو الأخر بمعدل 78,74% سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، مما يعني أن المجمع بدأ يعرف تراجع على مستوى الخزينة.

1-2- مقارنة عناصر الخصوم

1-2-1- مقارنة عناصر الأموال الخاصة

سيتم مقارنة عناصر الأموال الخاصة وفق الجدول الموالي:

جدول 6-18: مقارنة عناصر الأموال الخاصة

الوحدة: دج

الأموال الخاصة	القيمة				الفارق بين سنتي 1999-2002	
	1999	2000	2001	2002	القيمة	النسبة %
رأس المال الاجتماعي	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	5.000.000.000	--	--
الاحتياطات	3.149.221.942,01	4.355.176.805,68	4.717.277.876,35	4.203.112.616,28	1.053.890.674,27	33,46
نتائج رهن التخصيص	214.526.247,5	–	10.235.980	6.506.148	208.020.099,5-	96,96-
أموال خاصة أخرى	3.683.639.970,55	3.668.142.761,1	3.496.728.379,59	3.569.397.094,98	114.242.875,57-	3-
المجموع	12.047.388.160,05	13.023.319.566,78	13.224.242.235,9	12.779.015.859,26		

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يظهر من خلال هذا الجدول تراجع النتائج رهن التخصيص بما يعادل 96,96% سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، وهذا ربما يعود إلى تراجع نتائج المجمع ودخوله في الخسائر سنة 2002 فضلا عن التوزيعات التي قام بها لفائدة حملة الأسهم. كما يلاحظ أيضا زيادة الاحتياطات بما يعادل 33,46% سنة 2002 مقارنة بسنة 1999.

1-2-2- مقارنة عناصر الديون

يمكن مقارنة عناصر الديون وفق الجدول الموالي:

جدول 6-19: مقارنة عناصر الديون

الوحدة: دج

الديون	القيمة				الفارق بين سنتي 1999-2002	
	1999	2000	2001	2002	القيمة	النسبة %
ديون جبائية وشبه جبائية	3.478.255.969,78	3.518.581.237,92	3.542.123.543,42	3.559.349.559,45	81.093.589,67	2,33
سلفات سندية	1.296.337.328,03	1.296.337.328,03	1.296.337.328,03	1.296.337.328,03	-	-
ديون الاستثمار	319.938.918,83	174.774.607,21	56.349.742,04	63.493.451,08	256.445.466,92-	80,15-
ديون المخزونات	553.343.242,43	343.390.065,9	262.377.223,03	191.572.557,87	361.770.684,56-	65,37-
ديون الاستغلال	1.752.571.116,33	1.461.245.781,88	1.109.832.557,82	1.099.170.185,36	653.400.930,97-	37,28-
سلفات تجارية	6.443.395,58	7.957.025,8	10.079.210,28	10.142.532,41	3.699.136,83	57,40
ديون مالية	44.876.724,54	50.980.948,15	264.654.723,28	50.659.003,43	5.782.278,89	12,88
ديون أخرى	330.517.314,46	360.010.978,07	354.937.728,8	378.421.670,97	47.904.356,51	14,49
المجموع	7.782.284.010,08	7.213.277.972,96	6.896.692.056,7	6.649.146.288,6		

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يلاحظ من خلال هذا الجدول تراجع على مستوى ديون الاستثمار بما يعادل 80,15% سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، وهذا ما يمكن تفسيره من خلال تراجع استثمارات المجمع من جهة أو تسديد ديون الاستثمار من جهة أخرى. وهذا التراجع قد مس أيضا ديون الاستغلال وديون المخزونات.

2- التحليل بواسطة المؤشرات والنسب المالية

2-1- عرض الميزانيات المالية المختصرة

يمكن عرض الميزانيات المالية المختصرة للفترة الممتدة من 1999-2002 من خلال الجدول الموالي:

جدول 6-20: الميزانيات المالية المختصرة للفترة ما بين 1999-2002

الوحدة: دج

الأصول	القيم			
	1999	2000	2001	2002
الأصول الثابتة	7.252.168.934,5	6.467.164.282,43	5.613.311.747,41	4.903.319.567,65
الأصول المتداولة	14.764.420.768	15.295.567.693,43	14.649.037.087,8	13.630.366.238,2
مخزونات	1.465.029.993,44	1.606.777.265,72	1.121.998.389,84	1.851.933.121,43
حقوق	8.793.603.722	10.666.808.142,15	11.126.007.376,5	10.804.493.352,8
قيم جاهزة	4.505.787.052,57	3.021.982.285,40	2.401.031.331,59	973.939.764,09
مجموع الأصول	22.016.589.783	21.762.731.975,8	20.262.348.845,2	18.533.685.806
الخصوم	**القيم**			
	1999	2000	2001	2002
الأموال الدائمة	15.096.250.624	15.219.228.287,1	13.064.557.986,9	11.849.680.071,2
الأموال الخاصة	14.234.305.693	14.549.454.000	12.675.656.788,5	11.309.539.517,4
د.ط.أ	861.944.931	669.774.286,1	388.901.198,41	540.140.553,8
د.ق.أ	6.920.339.079	6.543.503.686	7.197.790.858,32	6.684.005.734,8
مجموع الخصوم	22.016.589.783	21.762.731.975,8	20.262.348.845,2	18.533.685.806

المصدر: تم إعدادها بالاعتماد على معلومات من المجمع.

من خلال الميزانيات المالية المختصرة يلاحظ زيادة في حجم الأصول الثابتة وتراجع الأصول المتداولة سنة 2002 مقارنة بسنة 1999، فتراجع الأصول المتداولة كان نتيجة لتراجع القيم الجاهزة والحقوق لدى الغير الذي بدء سنة 2001. أما في ما يخص عناصر الخصوم فقد عرفت هي الأخرى تراجع على مستوى الأموال الدائمة وكان ذلك نتيجة لتراجع الأموال الخاصة مع بداية 2001، وفي ما يتعلق بالديون قصيرة الأجل فقد عرفت تراجع ولكن لم يكن معتبر مثل التراجع الذي عرفته باقي عناصر الخصوم.

2-2- التحليل بواسطة مؤشرات التوازن المالية

يمكن استخدام أهم مؤشرات التوازن المالية في التحليل وفق لما يلي:

جدول 6-21: مؤشرات التوازن المالي

الوحدة: دج

العناصر / السنة	1999	2000	2001	2002
رأس المال العامل الدائم	7.844.081.686	8.752.063.998	7.451.246.239,5	6.946.360.503,6
احتياجات رأس المال العامل	3.383.171.356	5.781.062.667	5.050.214.907,91	5.972.420.739,51
الخزينة	4.460.910.330	2.971.001.331	2.401.031.331,59	973.939.764,09

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه.

يظهر رأس المال العامل وضعا ماليا مريحا للمجمع، إذ أن نسبة كبيرة من أمواله تمول بواسطة الأموال الدائمة، بالرغم من بداية تراجعه سنة 2001. وبفضل الفائض المحقق على مستوى رأس المال العامل استطاع المجمع تغطية احتياجات الدورة الاستغلالية وتحقيق فائض على مستوى الخزينة.

2-3- التحليل بواسطة النسب المالية

يمكن استعراض أهم النسب المالية المساعدة في التحليل من خلال ما يلي:

2-3-1- نسب السيولة

من هذه النسب نجد:

جدول 6-22: أهم نسب السيولة

السنوات / النسب	1999	2000	2001	2002
نسبة التداول	2,13	2,33	2,03	2,03
نسبة السيولة	1,92	2,09	1,87	1,76
نسبة السيولة السريعة %	65,11	46,18	33,35	14,57

المصدر: تم إعداده من الميزانيات المالية المختصرة.

يلاحظ بأن نسبة التداول أكبر من الواحد الشيء الذي يعتبر مؤشر جيد، وما يلاحظ أيضا عن هذه النسب هو تراجعها في الآونة الأخيرة الشيء الذي يدل على أن المجمع بدأ يتجه نحو المشاكل المالية إن لم يحافظ عن هذه الوضعية.

2-3-2- نسب المديونية

ستقتصر الدراسة هنا على النسب الثلاث الموالية:

جدول 6-23: نسب المديونية

السنوات / النسب	1999	2000	2001	2002
نسبة الاستقلالية المالية %	64,65	66,85	62,55	61,02
نسبة الديون %	35,35	33,15	37,45	38,98
نسبة التغطية %	1,92	1,86	0,92	1,22

المصدر: تم إعداده من الميزانيات المالية المختصرة والميزانيات المحاسبية.

يلاحظ من هذه النسب أن المجمع يتمتع باستقلالية مالية مما يعني أن أمواله المملوكة أكبر من الأموال المقترضة، كما سجل كذلك معدل التغطية نسب تتراوح بين 1 و2% الشيء الذي يدل على أن

المجمع بعيد عن المخاطر المالية. إلا أنه دائما يلاحظ تراجع هذه النسب مما يعني مرة أخرى أن المجمع غير قادر على الحفاظ عن وضعه المالي.

2-3-3- نسب المردودية

يمكن إجازتها في النسب الثلاث الموالية:

جدول 6-24: نسب المردودية

السنوات / النسب	1999	2000	2001	2002
المردودية المالية %	16,01	10,98	1,4	-
المردودية الاقتصادية %	10,35	7,34	0,87	-
المردودية التجارية %	10,25	7,55	1,33	-

المصدر: تم إعداده من الميزانيات المالية المختصرة والميزانيات المحاسبية.

جميع نسب المردودية تدل على الصحة المالية للمجمع بما يوحي أن جميع الأموال المستثمرة ذات مردودية، باستثناء سنة 2002 حيث بدأت هذه النسب تعرف تراجعا مؤثرا.

المبحث الثالث: طرق تقييم سهم مجمع رياض سطيف

سيتم تقييم سهم مجمع رياض سطيف من خلال ما يلي:

- تقييم سهم مجمع رياض سطيف في السوق الأولية؛
- تقييم سهم جمع رياض سطيف في السوق الثانوية.

المطلب الأول: تقييم سهم الرياض في السوق الأولية

يتم من خلال هذا المطلب محاولة الوصل إلى قيمة السهم في السوق الأولية، بناء على معطيات النشاط الفعلي للمجمع خلال السنوات التي تلت الإصدار، وذلك بغية الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم أثناء الإصدار أي القيمة التي كان ينبغي أن يصدر بها، ومقارنتها مع القيمة التي تم بها الإصدار، وفق مايلي:

- طريقة مكتب الخبراء المنتهجة في تحديد سعر إصدار سهم مجمع رياض سطيف؛
- طريقة القيمة الاقتصادية المضافة.

1- طريقة مكتب الخبراء المنتهجة في تحديد سعر إصدار سهم مجمع رياض سطيف

هذه الطريقة سوف تستعرض دراستين، الدراسة الأولى تقوم على تحديد سعر سهم المجمع وفق التقديرات التي قام بها مكتب الخبراء، أما الدراسة الثانية فهي ذاتها الدراسة الأولى ولكن مبنية على معطيات النشاط الفعلي للمجمع.

1-1- دراسة مكتب الخبراء المبنية على تقديرات النشاط

اعتمد الخبراء في هذه الدراسة لتقييم سهم المجمع على ثلاثة قيم، وهي:[1]

1-1-1- القيمة الرياضية للسهم

يتم تحديد القيمة الرياضية للسهم انطلاقا من الأصول الصافية الخاصة بالمجمع وفق العلاقة الموالية:

$$\text{القيمة الرياضية للسهم} = \frac{\text{الأصول الصافية المصححة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

حيث:

الأصول الصافية = (راس المال الاجتماعي + الاحتياطات + فرق إعادة التقدير + فرق التجميع+النتيجة الصافية بعد التوزيعات) – المصاريف الإعدادية

[1]– Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=° 1, 1999, pp :21-22.

ومنه:

الأصـــول الصافية = 4.000.000.000 + 1.373.000.000 + 2.149.000.000 + 107.000.000 + 827.000.000 – 170.000.000 = 8.286.000.000 دج

ومنه:

القيمة الرياضية للسهم = $\frac{8.286.000.000}{4.000.000}$=2.071 دج

1-1-2- القيمة الاقتصادية المحسوبة على أساس رسملة نتيجة سنة 1997

يـــتم حساب القيمة الاقتصادية للسهم من خلال خصم –رسملة– النتيجة الصافية[1] لسنة 1997 بمعدل 8% وفق العلاقة الموالية:

القيمة الاقتصادية للسهم= $\frac{\text{ربحية السهم}}{\text{معدل الخصم}}$

حيث:

ربحية السهم= $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم}}$

ومنه:

ربحية السهم = $\frac{827.000.000}{4.000.000}$=206,75 دج

ومنه:

القيمة الاقتصادية للسهم = $\frac{206,75}{0,08}$=2580 دج

1-1-3- القيمة الاقتصادية المحسوبة على أساس رسملة ربحية السهم المستقبلية

وفقـــا لهذه الطريقة قام الخبراء بتقدير نتائج وربحية السهم خلال الثلاث سنوات الموالية لسنة التقييم، وفق لما هو مبين في الجدول الموالي:

جدول 6-25: النتائج وربحية السهم المقدرة خلال السنوات 1998-1999-2000

الوحدة : دج

السنوات	الأرباح	عدد الأسهم	ربحية السهم
1998	953.000.000	4.000.000	238,25
1999	1.098.000.000	4.000.000	274,5
2000	1.243.000.000	4.000.000	310,75

المصدر: تقديرات النشاط من طرف مكتب الخبراء.

[1]- يجب أخذ النتيجة الصافية بعد إجراء التوزيعات.

ومنه:

$$\text{المتوسط الحسابي لربحية السهم المقدرة} = \frac{310,75+274,5+238,25}{3} = 3431 \text{ دج}$$

وللوصول إلى القيمة الإقتصادية المقدرة للسهم سيتم رسملة المتوسط الحسابي السابق بمعدل خصم يساوي 8% وفق لمايلي:

$$\text{القيمة الاقتصادية المقدرة للسهم} = \frac{206,75}{0,08} = 2.580 \text{ دج}$$

1-1-4 سعر الإصدار

لتحديد سعر الإصدار عمد الخبراء في هذه الطريقة لحساب سعر الإصدار إلى عملية ترجيح القيم السابقة لاقتراح سعر إصدار مناسب، آخذين بعين الاعتبار الأهمية النسبية لكل القيم المحصل عليها مع احترام القاعدة الموالية:

القيمة الرياضية < سعر الإصدار < القيمة الاقتصادية

وبذلك فسعر الإصدار يحسب كما يلي:

$$\text{سعر الإصدار} = \frac{\text{مجموع القيم المرجحة}}{\text{مجموع معميلات الترجيح}}$$

حيث توزع المعميلات كما يلي:

- القيمة الرياضة لسنة 1997: 6
- القيمة الاقتصادية للسهم لسنة 1997: 3
- القيمة الاقتصادية للسهم للسنوات 1998-2000: 1

وبتطبيق الصيغة الرياضية أعلاه يمكن الحصول على سعر الإصدار كما يلي:

$$\text{سعر الإصدار} = \frac{1\times3.431+3\times2.580+6\times2.071}{10} = 2.359,7 \text{ دج}$$

وبذلك فقد إقترح الخبراء سعر إصدار 2.350 دج، إلا أن مجلس إدارة مجمع رياض سطيف في جلسته بتاريخ 22 /09/ 1998 قرر تحديد سعر الإصدار بـــ 2.300 دج.

1-2- تطبيق دراسة الخبراء وفق معطيات النشاط الفعلي

بناء على معطيات النشاط الفعلي للمجمع، سيتم اعتماد الخطوات السابقة للوصول إلى سعر الإصدار كما يلي:

- القيمة الرياضة للسهم سنة 1997 = 2071 دج.
- القيمة الاقتصادية للسهم سنة 1997 = 2580 دج.

ولحساب القيمة الاقتصادية للسهم 98-2000 يمكن استخدام الجدول الموالي:

جدول 6-26: حساب ربحية السهم للسنوات 1998-1999-2000

الوحدة : دج

السنوات	الأرباح	عدد الأسهم[1]	ربحية السهم
1998	1.615.109.993,98	5.000.000	323,02
1999	2.273.939.736,29	5.000.000	454,78
2000	1.598.466.612,19	5.000.000	319,69

المصدر: تم إعداده بالإعتماد على جداول حسابات النتائج لسنوات 1998-1999-2000

$$\text{المتوسط الحسابي} = \frac{319{,}69+454{,}78+323{,}02}{3} = 365{,}83 \text{ دج}$$

$$\text{القيمة الاقتصادية للسهم} = \frac{364{,}83}{0{,}08} = 4.572{,}87 \text{ دج}$$

$$\text{سعر الإصدار الحقيقي} = \frac{1\times 4.572{,}87+3\times 2580+6\times 2071}{10} = 2473{,}2 \text{ دج}$$

من خلال هذه النتيجة نستنتج بأن سعر إصدار المقترح من طرف مكتب الخبراء والمبني على معطيات تقديرية ليس مغالا فيه، إذ باستخدام المعطيات الفعلية للنشاط وبخطوات الطريقة المتبعة من طرف الخبراء نصل إلى قيمة حقيقية للإصدار مقدرة بمبلغ 2473,9 دج، وهوما يعتبر منطقي خاصة في ظل تطور النتائج وزيادتها خلال سنوات 1998-1999-2000 بالنسبة لما كان متوقع .

2- طريقة القيمة الاقتصادية المضافة EVA

إعـتمادا على طريقة القيمة الإقتصادية المضافة وإستنادا إلى معطيات النشاط الفعلي يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية للمجمع سنة الإصدار ومن ثم إلى قيمة الحقيقية لسهمه، فقبل تطبيق هذه الطريقة لابد من حساب القيمة الإقتصادية المضافة للشركة خلال السنوات1998-1999-2000 المعتمدة في تقييم السهم على مستوى السوق الأولية، وفق الجدول الموالي:

[1]- رفع رأس المال.

جدول 6-27: حساب القيمة الاقتصادية المضافة للمجمع خلال سنوات 1998-1999-2000

الوحدة: دج

السنة	الأموال الخاصة	الربح الصافي	الأموال الخاصة × معدل الخصم[1]	EVA_t
1998	12.328.008.337	1.615.109.993,98	986.240.666,96	628.869.327,02
1999	14.234.305.693	2.273.939.736,29	1.138.744.455,44	1.135.195.280,85
2000	14.549.454.001	1.598.466.612,12	1.163.956.320,08	434.510.292,04

المصدر : تم إعداده بالإعتماد على الميزنيات المالية للسنوات 1998-1999-2000.

بعـد الحصول على القيمة الإقتصادية المضافة يمكن إستخدامها للوصول إلى قيمة المجمع من خلال العلاقة الموالية:

$$V_0 = CE_0 + \frac{EVA_t}{(1+K)^t} = CE_0 + MVA$$

والجدول الموالي يبين كيفية إستخدام هذه العلاقة للحصول على قيمة المجمع:

جدول 6-28: حساب قيمة المجمع إنطلاقا من القيمة الإقتصادية المضافة

الوحدة: دج

البيان / السنة t	EVA	$EVA(1+K)^{-t}$
1	628.869.327,02	582.286.413,9
2	1.135.195.280,85	973.2466.983
3	434.510.292,04	344.928.278,8
MVA		1.900.461.676

تم إعداده إنطلاقا من الميزانيات المحاسبية لسنوات 1998-1999-2000.

وبإعتـبار CE_0 مجمـوع الأموال الموضفة سنة التقييم أي بداية 1998 وهي نفسها مجموع أصول مزانية 1997/12/31، وتساوي:

CE_0= 17.715.300.474 دج

ومنه:

V_0 = 19.615.762.150 دج

ومن ثم القيمة الرياضية للسهم تساوي:

$$\text{القيمة الرياضية للسهم} = \frac{V_0}{N'action} = \frac{19.615.762.150}{5.000.000} = 3923,15 \text{ دج}$$

[1] – تم اعتماد معدل الخصم المعتمد من طرف المجمع سنة التقييم والذي يساوي8%.

وفقـا لطريقة القيمة الاقتصادية المضافة والنتائج المحققة من طرف المجمع خلال السنوات 1998-1999-2000 وكذلك الأموال الموظفة خلال بداية 1998 والمعتمدة كسنة للتقييم ، نجد بأن القيمة الإجمالية للمجمـع تصل إلى 19.615.762.150 دج، ومنه فقيمة سهم المجمع عند الإصدار وفقا لهذه الطريقة تصل إلى 3923,15 دج، هذا ما يأكد مرة أخرى بأن سهم مجمع رياض سطيف عند إصداره بقيمة 2300 دج لم يكن مغالا فيه.

المطلب الثاني: تقييم سهم مجمع رياض سطيف في السوق الثانوية

سيتم تقييم سهم مجمع رياض سطيف بعد إصداره من خلال مايلي:

- .تقييم السهم من خلال تحليل نشاطه البورصي؛
- تقييم السهم من خلال تحليل العائد والمخاطر؛
- تقييم السهم من خلال مدخل التوزيعات.

1- تقييم السهم من خلال تحليل نشاطه البورصي

1-1- تحليل النشاط البورصي لسهم مجمع رياض سطيف

للوقـوف على التدهورات الخطيرة التي مست السهم بعد دخوله التداول، سيتم عرض نشاط التداول وفق الجدول الموالي:

جدول 6-29: عرض نشاط سهم مجمع رياض سطيف في البورصة

الوحدة: دج

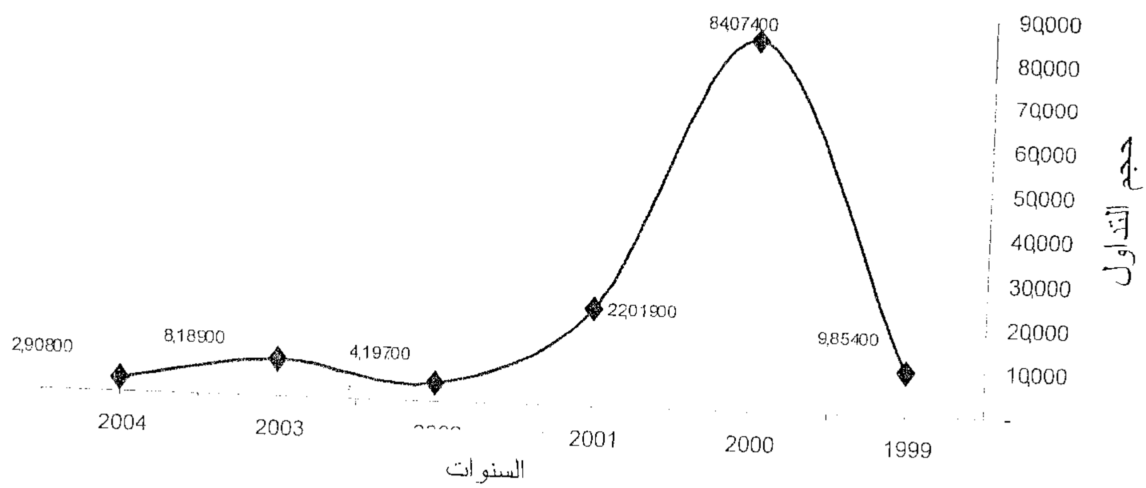
السنوات	عدد الصفقات	حجم التداول	قيمة التداول	السعر السوقي المتوسط
1999	3.064	9.854	22.783.820	2.312,14
2000	1.956	84.074	193.911.565	2.306,44
2001	409	22.019	47.422.190	2.153,69
2002	76	4.197	5.269.530	1.255,55
2003	54	8.189	8007840	977,88
2004[1]	16	2.908	3.022.950	1.039,52

المصدر: Info De Société de Gestion De La Bourse Des Valeurs

وفقا لهذا الجدول يمكن تحليل نشاط سهم مجمع رياض سطيف من خلال تطور حجم التداول والسعر السوقي المتوسط، كما يلي:

[1]- من بداية سنة 2004 إلى 2004/06/14.

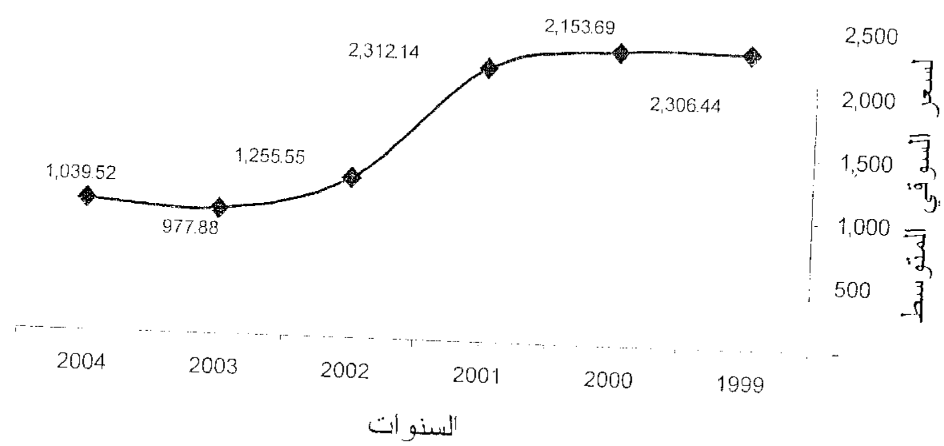
شكل 6-4: منحنى تطور حجم التداول



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول أعلاه.

سهم مجمع رياض سطيف في تقهقر مستمر من تاريخ إصداره سنة 1999 إلى نهاية 2002، وذلك بسبب تراجع الطلب عليه من جهة خاصة مع تراجع نشاط المجمع في الآونة الأخيرة، ومن جهة أخرى الركود الذي عرفته البورصة آنذاك، أما في سنة 2003 فيلاحظ ارتفاع في حجم التداول بنسبة 90,57% مقارنة بسنة 2002 بالرغم من استمرار تدهور نشاط المجمع ودخوله في الخسارة، وذلك جراء إتمام العديد من الصفقات على السهم في إطار ما يعرف بعقود السيولة.

شكل 6-5: منحنى تطور السعر السوقي



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول أعلاه.

من الشكل يلاحظ ارتفاع طفيف في السعر السوقي المتوسط بعد الإصدار مباشرة، ليباشر في التدهور بعد ذلك خصوصا خلال الفترة 2001-2003، حيث بلغ انخفاضه معدل 57,48% سنة 2003مقارنة بسعر الإصدار.

أما فيما يخص الرسملة البورصية فتعكسها نتائج الجدول الموالي:

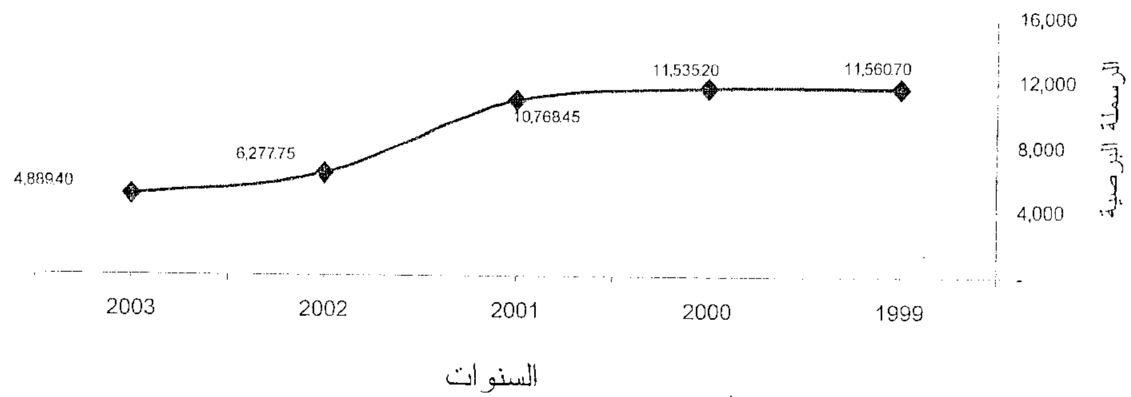
الجدول 6-30: تطور الرسملة البورصية للمجمع ومعدل نموها

سنة الأساس: 1999

السنة / البيان	1999	2000	2001	2002	2003
الرسملة البورصية (مليون دج)	11.560,7	11.535,2	10.768,45	6.277,75	4.889,4
معدل النمو (سنة الأساس 1999)	-	%0,2-	%6,8-	%45,7-	%57,7-

المصدر: تم إعداده هذا الجدول وفق معطيات الجدول السابق.

شكل 6-6: منحنى تطور الرسملة البورصية



المصدر: تم إعداده بناء على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من الشكل أن الرسملة البورصية في انخفاض مستمر، وهو ما يعتبر نتيجة منطقية للنتائج السالبية التي حققها المجمع، خاصة بعد الخسارة المحققة سنة 2002 وسنة 2003[1].

أما فيما يخص معدلات نمو الرسملة فهي سالبة عاكسة بذلك الانخفاض في أحجام التداول والقيمة السوقية المتوسطة.

1-2- استخدام القيمة السوقية في التحليل النشاط البورصي لسهم مجمع رياض سطيف

تعتبر القيمة السوقية مؤشرا هاما يمكن استخدامه لمعرفة معدل دوران السهم -مضاعف الربحية- ونسبة المردودية البورصية، وذلك للدلالة على انخفاض جاذبية سهم مجمع رياض سطيف.

وعليه يمكن استخدام الجدول الموالي:

[1]- حيث يتوقع أن يتم الإعلان عليها في الجمعية العامة المقبلة 2004/09/14.

جدول 6-31: أهم المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية

البيان / السنة	1999	2000	2001	2002
ربحية السهم = الأرباح / عدد الأسهم	454,788 دج	319,693 دج	35,63 دج	-
المردودية البورصية = ربحية السهم / سعر السهم السوقي	% 19,67	% 13,86	% 1,65	-
مضاعف الربحية = سعر السهم السوقي / ربحية السهم	5,08 مرة	7,21 مرة	0,6 مرة	-
توزيعات السهم الواحد	230 دج	230 دج	138 دج	115 دج
توزيعات السهم / سعر السهم السوقي	% 9,94	% 9,97	% 6,4	% 9,16

المصدر: تم إعداده بناء على معلومات من المجمع.

من الجدول يستنتج أن المردودية البورصية للسهم تنخفض إلى أن تنعدم سنة 2002 وقد سجلت أدنى مستوى لها بما يعادل نسبة 1,65% سنة 2001، حيث سجل هذه السنة أيضا مضاعف الربحية أدنى مستوى له حيث بلغ 0,6 مرة وهو معدل ضعيف إذا ما قورن مع النسب المحققة في البورصات الناشئة الأخرى.

2- تقييم السهم من خلال تحليل العائد والمخاطرة

2-1- عائد سهم مجمع رياض سطيف

يمكن الوصول إلى العوائد المحقق من طرف سهم مجمع رياض سطيف من خلال الجدول الموالي:

جدول 6-32: حساب العوائد المحققة من سهم مجمع رياض سطيف خلال الفترة 1999-2002

الوحدة: دج

السنوات	السعر السوقي P_i	التوزيعات D_i	العائد المحقق R_i
1999	2312,14	230	% 10,52
2000	2306,44	230	% 09,70
2001	2153,69	138	% - 0,649
2002	1255,55	115	% - 36

المصدر: تم إعداده اعتمادا على معطيات شركة تسير البورصة.

من خلال هذا الجدول يلاحظ تناقص معدل العائد المحقق لأسهم مجمع رياض سطيف لدرجة أن يصبح سالب وذلك نتيجة لتدهور السعر والتوزيعات، وهو ما يترجم من خلال تراجع الصفقات المبرمة على

الســـهم وعزوف المستثمر للاستثمار في سهم المجمع. وللتأكد من هذا أكثر سيتم حساب العائد المتوقع حسب الجدول الموالي:

الجدول 6-33: حساب العائد المتوقع لسهم رياض سطيف

البيان / السنوات	F_i الاحتمال[1]	R_i العائد المحقق	$F_i x R_i$
1999	0,25	0,1052	0,0263
2000	0,25	0,0970	0,0242
2001	0,25	0,0064-	0,0016-
2002	0,25	0,36-	0,09-
المجموع	1	--	0,04105-

المصدر: تم إعداده اعتمادا على الجدول السابق.

يعكس معدل العائد المتوقع القيمة التي يأمل المستثمر الحصول عليها، وفي هذه الحالة نجد أن العائد المتوقع جد ضعيف إذ يبلغ – 4,10% وهذا ما يجعل المستثمر يستمر في العزوف على استثمار أمواله في السهم، لذلك من المتوقع أن يكون حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في هذا السهم أكبر.

2-2- مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف

يمكن قياس مخاطرة سهم مجمع رياض سطيف وفق ما هو مبين في الجدول الموالي:

الجدول 6-34: حساب مخاطرة الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف

السنوات	F_i	$R_i-\overline{R_i}$	$\left(R_i-\overline{R}\right)^2$	$P_i\left(R_i-\overline{R_i}\right)^2$
1999	0,25	0,1462	0,02139	0,005347
2000	0,25	0,13805	0,01906	0,004764
2001	0,25	0,03465	0,0012	0,0003
2002	0,25	0,318895-	0,101729	0,025432
المجموع	1	–	–	0,035843

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه.

يلاحـــظ مـــن الجدول أن حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في سهم مجمع رياض سطيف كبـــيرة، وهـــو ما يتأكد مرة أخرى من خلال أحجام التداول والقيمة السوقية المنخفضة لسنة 2003، وكذلك متوسط السعر السوقي الذي هو في انخفاض مستمر.

[1]– تم اعتماد الاحتمالات وفق المدخل الكلاسيكي.

3- تقييم السهم من خلال مدخل التوزيعات

يمكن تطبيق نموذج التوزيعات لتحديد القيمة الحقيقية لسهم مجمع رياض سطيف وفق ما يلي:

3-1- بناء معادلة خط الاتجاه العام للتنبؤ بقيمة التوزيعات

لتحديد معادلة خط الاتجاه العام للتوزيعات لابد من معرفة توزيعات السنوات التي تسبق سنة 2003 والمتخذة كسنة تقييم:

جدول 6-35: توزيعات الأرباح خلال الفترة 1999-2002

الوحدة: دج

السنـــة	1999	2000	2001	2002
التوزيعات D	203	203	138	115

المصدر: معطيات من المجمع.

يمكن استخدام التوزيعات المدونة في الجدول أعلاه للحصول على معادلة خط الاتجاه العام، كما يلي:

جدول 6-36: جدول مساعد للحصول على معادلة خط الاتجاه العام للتوزيعات

الوحدة: دج

X	D	D.X	X^2
1	230	230	1
2	230	460	4
3	138	414	9
4	115	460	16
10	713	1564	30

المصدر: عمليات حسابية.

ومنه:

$$D = aX+B$$

وبعد القيام بالعمليات الحسابية اللازمة نتحصل على:

$$a = -43,7$$

$$B = 287,5$$

ومنه نجد معادلة خط الاتجاه العام لتطور التوزيعات كما يلي:

$$D = -43,7X+287,5$$

تقدير قيمة التوزيعات:

سنة 2003: قيمة التوزيعات = -43,7 (5) + 287,5 = 69 دج.

سنة 2004: قيمة التوزيعات = -43,7 (6) + 287,5 = 25,3 دج.

2-2- بناء معادلة خط الاتجاه العام للتنبؤ بالسعر السوقي للسهم

لتحديد معادلة خط الاتجاه العام للسعر السوقي لابد من معرفة السعر خلال السنوات التي تسبق سنة 2003، وفق ما هو مبين في الجدول الموالي:

جدول 6-37: السعر السوقي للسهم خلال الفترة 1999-2002

الوحدة: دج

السنة	1999	2000	2001	2002
السعر السوقي المتوسط	2312,14	2306,44	2153,69	1255,55

المصدر: معطيات من المجمع.

وباستخدام المعطيات المدونة في الجدول أعلاه يمكن الوصول إلى معادلة خط الاتجاه العام كما يلي:

جدول 6-38: جدول مساعد للحصول على معادلة خط الاتجاه العام للسعر السوقي

الوحدة: دج

X	Y	YX	X^2
1	2312,14	2312,14	1
2	2306,44	4612,88	4
3	2153,69	6925,02	9
4	1255,55	05022,2	16
10	2027,82	18872,24	30

المصدر: عمليات حسابية.

ومنه:

$$P = aX+B$$

وبعد إجراء العمليات الحسابية اللازمة نحصل على:

a = 239,46-

B = 2.605,83

ومنه نجد معادلة خط الاتجاه العام لتطور السعر السوقي كما يلي:

$$P = -239,46X+2.605,6$$

ومنه السعر السوقي للورقة نهاية سنة 2004 يساوي:

P_{2004} = 1168,83 دج

3-3- تحديد القيمة الحقيقية للسهم

بتطبيق المعطيات الخاصة بالتوزيعات عليها وفق معادلة خط الاتجاه العام والمتعلقة بسنتي 2003 و 2004[1]، والسعر السوقي للورقة المالية في سنة 2004 والمحدد هو الأخر وفق معادلة خط الاتجاه العام،

[1]- تم الاقتصار على توزيعات سنة 2003 و2004 لأن التوزيعات وفق معادلة خط الاتجاه العام المحددة تصبح سالبة بعد سنة 2004.

يمكن الحصول على السعر الحقيقي لسهم مجمع رياض سطيف انطلاقا من معادلة نموذج التوزيعات، وفق لما يلي:

$$P_0 = \frac{D_{2003}}{(1+K)^1} + \frac{D_{2004}}{(1+K)^2} + P_{2004}$$

حيث:

P_0: السعر الحقيقية للسهم سنة 2002.

D_{2003}، D_{2004}: التوزيعات لسنتي 2003، 2004.

P_{2004}: السعر السوقي للسهم في سنة 2004.

K: معدل الخصم[1].

وبتطبيق القيم المحصل عليها سابقا في المعادلة أعلاه نحصل على:

$$P_0 = \frac{69}{(1,11)^1} + \frac{25,3}{(1,11)^2} + 1168,833$$

ومنه نجد السعر الحقيقي للسهم سنة 2002 يساوي:

P_0= 1230,99 دج

يلاحظ أن القيمة الحقيقية لسهم مجمع رياض سطيف سنة 2002 تقترب من القيمة السوقية، وهو الشيء الذي يدل على أن السهم مسعر في السوق تقريبا بقيمته الحقيقية، مما يجعلنا نقول أن العيب الناجم عن تدهور القيمة السوقية للسهم عن قيمة الإصدار ناتج عن خلل في السهم، وهو ما تترجمه الوضعية المالية للمجمع.

[1]– أنظر كيفية تحديد معدل الخصم في الملحق رقم 05.

خاتمة الفصل السادس

تم في هذا الفصل تقييم سهم مجمع رياض سطيف من خلال تقديم المجمع وتحليل مختلف المعلومات المساعدة على تقييم سهمه، ومن ثم السعي للوصول إلى قيمته الحقيقية.

مجمـــع ريـــاض سطيف هو عبارة عن شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بـــ 5 مليار دج، تعـــود ملكيته إلى فئات متباينة من المساهمين منهم مجلس تسيير مساهمات الدولة، المستثمرون التأسيسيون وأشخاص طبيعية ومعنوية أخرى. ويتمثل نشاط المجمع في تحويل الحبوب وإنتاج العجائن الغذائية، ويتكون مجمع رياض سطيف من 10 فروع كل فرع يشكل بدوره شركة ذات أسهم. وتم إدراج سهم المجمع في قيد البورصـــة لأســـباب عـــدة، لعـــل أهمهـــا سعي الدولة لخوصصة المجمع وانسحابها التدريجي من النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى رغبة المجمع في الدخول للبورصة.

وبالنســـبة لتحليل المعلومات لغرض تقييم سهم مجمع رياض سطيف تم فيها تناول تحليل المتغيرات والسياسات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري، وكذلك تحليل ظروف قطاع الصناعات الغذائية، بالإضافة إلى تحليل نشاط الشركة ومختلف جوانب وضعيتها المالية، الشيء الذي نبه بأن مجمع رياض سطيف يعاني من تراجع كبير في مستوى النشاط وتدهور الحالة المالية.

أما بخصوص تقييم سهم مجمع رياض سطيف فقد تمّ إعادة تقييمه في السوق الأولية لغرض الوقوف على قيمته الحقيقية عند الإصدار لمقارنتها مع قيمة الإصدار، وذلك من خلال طريقة الخبراء المعتمدة عليها فـــي تقيـــيم سهم رياض سطيف عند إصداره، وكذلك طريقة القيمة الاقتصادية المضافة وذلك كله من خلال اســـتخدام معطـــيات النشـــاط الفعلي، وما اتضح من ذلك أن سهم مجمع رياض سطيف عند إصداره لم يكن مغالى فيه بل كانت قيمته الحقيقية تتعدى قيمة الإصدار.

أما على مستوى السوق الثانوي فقد تم تحليل النشاط البورصي للسهم وكذلك حساب عائده ومخاطره، بالإضافة إلى تقييمه وفقا لنموذج التوزيعات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية، وما اتضح من خلال تطبيق هـــذا النموذج أن القيمة الحقيقية للسهم سنة 2002 مساوية لقيمته السوقية، الشيء الذي يعني أن السهم مقيم بقيمته والعيب يرجع إلى تراجع نشاط المجمع والنتائج السيئة المحققة في السنوات الأخيرة.

كمـــا تجـــدر الإشارة أنه على مستوى السوق الثانوية قد تعذر استخدام باقي النماذج التي تم التطرق إلـــيها من خلال الدراسة النظرية، وذلك لاعتبار أنها نماذج تقوم على ربحية السهم والمجمع دخل في خسائر ابتداء من سنة 2002.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا بالغ الأهمية في اقتصاديات الدول باختلاف درجة تقدمها، خاصة مع التحديات المتزايدة التي فرضها المنطق المالي على جميع المعاملات الاقتصادية. وكذلك التمايز الذي أصبح بارزا بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخول، والذي ظهر معه ما يعرف بوحدات الفائض ووحدات العجز، والحاجة إلى انتقال هذا الفائض بين هذه الوحدات. ليتم ذلك انطلاقا من سوق الأوراق المالية التي تعتبر فضاء لتخصيص الموارد المتأتية من أصحاب الفوائض إلى أفضل الاستخدامات، التي تترجم في شكل استثمارات حقيقية داعمة لخطط التنمية الاقتصادية، فهذا الانتقال يتم انطلاقا من مجموعة أدوات مالية تمثل محور النشاط الأساسي لهذه السوق.

والجزائر كمعظم دول العالم التي عرفت انتقال من النظام الاقتصادي الاشتراكي إلى اقتصاد السوق، مرت في بداية ذلك بجملة من الإصلاحات التي مسّت جميع الجوانب الاقتصادية بما فيها الجانب المالي، حيث تمّ إدخال العديد من التغييرات الرامية إلى سد الثغرات خاصة في مجال تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى خلق آليات جديدة تسمح بتوفير مصادر تمويلية أكبر انطلاقا من حشد رؤوس أموال كبيرة، تجعله يتكيف مع واقع اقتصاد السوق. ومن بين هذه الإصلاحات نجد إنشاء بورصة الجزائر.

وتشكل سوق الأوراق المالية والأوراق المتداولة بها ومختلف العوامل المؤثرة على قيمتها وطرق تقييمها، وسيلة من الوسائل المنتهجة لتقييم الورقة المالية والوقوف على واقع قيمتها، من خلال الوصول إلى قيمتها الحقيقية التي تعتبر عامل مساعدا على تطوير الاستثمار بها وبعثه نحو الرشادة.

وعلى هذا الأساس فقد تمّ صياغة إشكالية هذا الموضوع على النحو الموالي:

ما هي مختلف الطرق المستخدمة في سوق الأوراق المالية لتقييم الأوراق المالية؟ وما هو واقع تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر؟

انطلاقا من هذه الإشكالية والفرضيات المرافقة لها فقد تمّ تناول هذه المذكرة من خلال ثلاث أبواب:

- تضمن الباب الأول الأوراق المالية وأسواقها، وهو مقسم إلى فصلين، حيث تناول الفصل الأول الأوراق المالية من خلال تصنيفها إلى ثلاث مجموعات أساسية. المجموعة الأولى خاصة بالسندات تمّ فيها تناول مختلف تعريفتها، خصائصها وكذلك أهم تقسيماتها بالإضافة إلى التعرض إلى مزايا وعيوب الاستثمار فيها. أما في المجموعة الثانية والخاصة بالأسهم تمّ فيها تعريف هذه الأخيرة وذكر أهم خصائصها بالإضافة إلى التعرض إلى مختل تقسيماتها. والمجموعة الثالثة تمّ تخصصها للأوراق المالية الهجينة، فقد تم فيها تناول كل

من الأسهم الممتازة وكذلك سندات المساهمة، سندات الاستثمار والسندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم.أما في الفصل الثاني فقد تمّ فيه تناول سوق الأوراق المالية من خلال موقعها من السوق المالية ومختلف أقسامها، المتدخلين بها ومختلف الأوامر المنفذة فيها بالإضافة إلى التعرض لكفاءة هذه السوق.

- وبعد الانتهاء من الباب الأول الذي كان الهدف منه التعريف بالأوراق المالية والسوق المتداولة فيها، تمت دراسة تقييم هذه الأوراق من خلال الباب الثاني الذي تضمن فصلين. استعرض الفصل الثالث أهم المعلومات والتحليلات اللازمة لغرض المساعدة على تقييم الأوراق المالية، من خلال مصادر الحصول عليها ومتطلبات قبولها، ومن ثمّ مختلف التحليلات التي يمكن إجراؤها عليها والتي تمّ تفصيلها في التحليل الفني والتحليل الأساسي. أما في الفصل الرابع والذي تمحور حول طرق تقييم الأوراق المالية فقد تمّ فيه استعراض أهم المفاهيم المساعدة على التقييم، ومن ثمّ طرق التقييم على مستوى السوق الأولية والسوق الثانوية بغرض الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

- وبهذا قد شكل موضوع البابين السابقين إطارا نظريا يمكن إسقاطه على واقع تقييم الأوراق المالية في بورصة الجزائر، الذي شكل محور الباب الثالث الذي تمّ تفصيله هو الآخر إلى فصلين، حيث اختص الفصل الخامس بالتعريف ببورصة الجزائر من خلال الهيئات المنظمة لها والمتدخلين بها وإجراءات القيد بها، وكذلك واقع ومعوقات هذه البورصة. أما الفصل السادس فقد تمّ فيه التطرق إلى دراسة تقييم سهم مجمع رياض سطيف، من خلال تقديم المجمع ثم تحليل مختلف المعلومات الخاصة بالسياسات والمتغيرات الاقتصادية للاقتصاد الجزائري، ثمّ ظروف قطاع الصناعات الغذائية باعتباره القطاع الذي ينتمي إليه المجمع، وكذلك تحليل ظروف الشركة من خلال تحليل نشاط المجمع وتحليل قوائمه المالية ثمّ تقييم سهمه في السوق الأولية والسوق الثانوية بغرض الوصول إلى قيمته الحقيقية على مستوى السوقين.

وقد استخلصت من هذه الدراسة جملة من النتائج يمكن سردها كما يلي:

- تصنف الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى سندات، أسهم وأوراق مالية هجينة. فالسندات تعتبر أداة دين يقرض المستثمر بموجبها شركة أو حكومة مبلغا من المال مقابل فائدة دورية، وهي عرضة لجملة من المخاطر تشكل أهم العوامل المؤثرة على قيمتها ومن ثمّ على قرار الاستثمار فيها. أما الأسهم فهي عبارة عن صكوك يحصل حاملها بموجبها على حصة معينة في شركة من الشركة، والأوراق المالية الهجينة هي عبارة عن أوراق مالية تحمل صفة السندات والأسهم معا.

- تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتمّ فيه تداول الأوراق المالية بأصنافها، وتعتبر هذه السوق قسما من أقسام سوق رأس المال التي تندرج ضمن السوق المالية.

- تـتكون السوق المالية من سوق نقدية وسوق رأس المال، السوق النقدية تتكون هي الأخرى سوق ما بين البنوك وسوق القيم المدينة. وسوق رأس المال يتكون أيضا من سوق الإقراض طويل الأجل التي يتعامل فيها بكافة القروض طويل الأجل وسوق الأوراق المالية.

- سـوق الأوراق المالـية تتكون من سوقين هما السوق الأولية وتعرض فيها الأوراق المالية عند إصدارها لأول مـرة، والسوق الثانوية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية التي تمّ إصدارها في السوق الأولية. والسوق الثانوية بدورها تنقسم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة.

- سوق الأوراق المالية لها وظائف عدة منها ما يتعلق بتمويل الاقتصاد والمؤسسات وخلق السيولة ومنها ما يتعلق أيضا بتحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر فضلا عن تقييم حالة الاقتصاد.

- تـتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة أركان رئيسية هي فئة المقرضين، فئة المقترضين وفئة الوسطاء ويـتعامل فـيها وفـق مجموعة من العمليات منها الآجلة ومنها العاجلة، وفق مجموعة أوامر منها ما يتعلّق بالشراء ومنها ما يتعلق بالبيع. ويكفل تنظيم هذه السوق من طرف ثلاثة هيئات تختلف من هيئات مهنية إلى هيئات إدارية فنقدية وبنكية.

- مـن أهم الصفات التي تميز أسواق الأوراق المالية عن بعضها هي صفة الكفاءة، والكفاءة هي تلك الصفة التي تمنح للسوق إذا كانت المعلومات الضرورية متاحة فيها لجميع المستثمرين من دون تكاليف أو بتكاليف منخفضـة، ممـا يجعـل من أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية مباشرا. وللكفاءة صيغ منها الصيغة الضـعيفة، الصـيغة المتوسطة والصيغة القوية . كما تقوم الكفاءة على العديد من المرتكزات منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي ومنها أيضا ما يتعلق بالجانب التقني والجانب الإعلامي.

- المعلومات التي تساعد على عملية التقييم وتساهم بقدر كبير في تحقيق كفاءة السوق يتمّ الحصول عليها من مصـادر داخلـية خاصة بالشركة ومصادر خارجية من محيط الشركة. ولكي تكون هذه المعلومات دعامة أساسـية يعتمد عليها في التقييم لا بد أن تتوفر فيها جملة من المتطلبات والتي تتعلق بدرجة دقة المعلومات، تماثل المعلومات وشفافية المعلومات.

- تلك المعلومات التي تساعد عملة التقييم يمكن تحليلها وفق منهجين للتحليل يرتكز الأول على دراسة السجل الماضـي لتغـير السـعر الذي تباع به الأوراق المالية، لمعرفة ما سيكون عليه سعر الورقة المالية مستقبلا ويعـرف هـذا التحليل بالتحليل الفني. والثاني الذي يهتم بتحليل الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة، بالإضافة إلى تحليل ظروف الشركة في حد ذاتها سواء من حيث وضعيتها الإدارية أو المالية وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.

- التحليل الأساسي هو التحليل الأقرب إلى الواقع والذي يهمّ هذه الدراسة، باعتباره يسعى إلى الوقوف على القيمة الحقيقية لورقة المالية ناهيك عن انه يقوم على فرض السوق الكفأة ولو بشكلها الضعيف.

- طرق تقييم الأوراق المالية عديدة ومتنوعة تختلف باختلاف وفق السوق المطبقة فيها والمعلومات المتاحة عنها، فهناك طرق يمكن استخدامها في السوق الأولية مثل طريقة الأصول الصافية المصححة والتي تقوم على مبدأ تقييم الشركة انطلاقا من قيمة تقييم الممتلكات المحتجزة لديها بعد تصحيح قيمتها، وهذه الطريقة تعتمد أيضا على طريق الكودويل لتقييم الأصول المعنوية للشركة. وطريقة التدفقات النقدية المتاحة والتي تقوم على مبدأ مفاده أن النتيجة وحدها ليست مقياس لمردودية الشركة ولكن لابد من أخذ جميع التدفقات بعين الاعتبار والاعتماد عليها في التقييم. بالإضافة إلى طريقة القيمة الاقتصادية التي تعتبر من الطرق المتطورة لتقييم الشركات، وتقوم بتقييم الشركة انطلاقا مما تدرّه من أرباح اقتصادية بعد استيفاء حقوق إجمالي الأموال الموظفة. هذه الطرق المنتهجة على مستوى السوق الأولية تسعى للوصول إلى قيمة الورقة المالية من خلال الوصول إلى القيمة الإجمالية للشركة ثم تقسيمها على إجمالي الأسهم المكونة لرأس مالها.

- يتم تقييم الأوراق المالية على مستوى السوق الثانوية وفق طرق عدة، تسعى كلها للوصول إلى للقيمة الحقيقية للورقة المالية المراد تقييمها مباشرة، فمنها ما يقوم على مبدأ التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ومنها أيضا ما يقوم على مبدأ ربحية السهم.

- يشكل العائد والمخاطرة ومعدل الخصم أحد أهم المفاهيم المساعدة على تقييم الأوراق المالية، فالعائد المخاطرة مفهومين مرتبطين ببعضهما حيث لا يمكن تفسير أحدهما في معزل عن الآخر. العائد ينقسم إلى أنواع عدة منها العائد المحقق والذي يمثل القدر المناسب من المردودية التي يحصل عليه المستثمر خلال فترة معينة مقابل توظيفه أمول، والعائد المتوقع الذي يعبر عن العائد الغير مؤكد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة الاستثمار. بينما المخاطرة فتعبر عن درجة التذبذب الحاصل في قيمة العوائد المتوقعة.

- نشأت بورصة الجزائر على غرار إصلاحات العشرية الماضية التي شهدتها الساحة الاقتصادية من لأجل معايشة المفهوم الاقتصادي الجديد والمتمثل في اقتصاد السوق. حيث تمّ الافتتاح الرسمي لها سنة 1997 باسم بورصة القيم المتداولة.

- تنظم بورصة الجزائر وفق ثلاث هيئات نجد على رأسها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التي تضطلع بمهام الحفاظ على سير البورصة وحماية المستثمر بها وكذلك الإشراف على باقي الهيئات المنظمة. والمؤمن المركزي للسندات الذي يعتبر هيئة حديثة النشأة تمّ إنشاؤها في إطار الإصلاحات الأخيرة التي عرفتها البورصة والرامية إلى تنشيط وتفعيل بورصة الجزائر، وتوكل لهذه الهيئة مهمة حفظ السندات والسهر على استمرار التعامل ناهيك عن صناعة السوق. أما الهيئة الثالثة فتتمثل في شركة تسيير القيم أو شركة البورصة والتي تضطلع بمهمة تسهيل الصفقات وترقية العمل على الأوراق المالية.

- المتدخلون ببورصة الجزائر ينقسمون إلى وسطاء في عمليات البورصة توكل لهم مهمة الوساطة في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والمتعاملون الآخرون والذين يمارسون مهامهم من خلال شركات الاستثمار بمختلف أنواعها.

- توجد في الوقت الحالي ثلاث أوراق لثلاث شركات مقيدة في بورصة الجزائر، وهي سهم مجمع رياض سطيف والذي تمّ إدخاله وفق إجراء رفع رأس المال، وسهم مجمع صيدال وسهم مؤسسة تسيير فندق الأوراسي والذين تم إدخالهما وفق إجراء فتح رأس المال.

- تعاني بورصة الجزائر من واقع سيئ جراء الخلل الموجود بين الطلب والعرض وذلك منذ انطلاقها وإلى وقتنا الحالي، ويمكن إرجاع سبب هذا الخلل إلى عوائق عدّة منها ما يتعلّق بالمحيط البورصي ومنها ما يتعلّق بالبورصة في حدّ ذاتها.

- يمكن إرجاع العوائق المتعلقة بالمحيط البورصي إلى عوائق اقتصادية تتمثل في التضخم ومعدلات الفائدة ومدى تأثيرهما على الاستثمار في الجزائر بصفة عامة، والضغط الضريبي الذي يؤثر على الأرباح والمداخيل الشيء الذي يؤثر على الاستثمار في الأوراق المالية، بالإضافة إلى هيمنة القطاع العام. والعوائق الاجتماعية التي تتعلق بالعوامل التاريخية والعامل الديني وأعراف المجتمع الجزائري، ومدى تأثيرهم على الاستثمار في هذه الآلية الجديدة التي لم تكون معهودة لدى الأفراد، بالإضافة إلى أن هناك من أدواتها ما يتعارض مع أحكام ديننا.

- العوائق المتعلقة بالبورصة يمكن إرجاعها إلى عدم تنوع الأوراق المالية في بورصة الجزائر، عدم نجاعة نظام المعلومات المستخدم في البورصة وكذلك منافسة البدائل المتاحة خاصة على مستوى السوق الموازية.

وكنموذج لإسقاط المفاهيم السابقة على أرض الواقع فقد تمّ دراسة تقييم سهم مجمع رياض سطيف، وذلك من خلال تحليل المعلومات المساعدة على تقييم السهم تحليلا أساسيا، ومن ثمّ تقييمه على مستوى السوق الأولية والسوق الثانوية، وقد سمحت هذه الدراسة بالوقوف على جملة من النتائج أهمها:

- مجمع رياض سطيف شركة ذات أسهم برأس مال 5 مليار دج، يتشكل من 10 فروع كل فرع يأخذ هو الآخر شكل شركة ذات أسهم، وقد تمّ إدراج سهمه في قيد البورصة لأسباب عدة أهمها سعي الدولة لخوصصته.

- المتغيرات والسياسات الاقتصادية الكلية للاقتصاد الجزائري تبعث الأمل، حيث يلاحظ تحسنها التدريجي من سنة إلى أخرى سواء ما يتعلق بالمديونية أو معدل النمو الاقتصادي أو السياسة النقدية أو السياسة المالية أو السياسة الضريبية الرامية إلى تحفز الاستثمار في الأوراق المالية.

- قطاع الصناعات الغذائية يعاني من جملة مشاكل، منها ما يتعلق بظروف التموين ومنها ما يتعلق بسوء التسيير والبيروقراطية التي ما زال يعرفها هذا القطاع.

ثبت المراجع

ثبت المراجع

1- الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

- بوراس (أحمد)، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- جبار (محفوظ)، أسواق الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- جبار (محفوظ)، الأوراق المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
- جبار (محفوظ)، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، 2002.
- الجمل (جويدان)، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- الجمل (ناجي)، إدارة المحفظة المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998.
- جودة (صلاح السيد)، بورصة الأوراق المالية: علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- الحضيري (حامد العربي)، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- حماد (طارق عبد العال)، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- حماد (طارق عبد العال)، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- حماد (طارق عبد العال)، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- حميد (محمد عثمان إسماعيل)، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- الحناوي (محمد صالح)، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- الحناوي (محمد الصالح) وسلطان (إبراهيم) والعبد (جلال) ، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدر الجامعية، مصر، 2002.
- الحناوي (محمد الصالح) وعبد السلام (عبد الفتاح)، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- الحناوي (محمد صالح) وقرياقص (رسمية)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- حنفي (عبد الغفار)، أساسيات التمويل والإدراة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- حنفي (عبد الغفار)، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.

- حنفي (عبد الغفار) وقرياقص (رسمية)، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- حيدر (فاخر عبد الستار)، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.
- خريوش (حسن علي) وأرشيد (عبد المعطي رضا) وجودة (محفوظ أحمد)، الأسواق المالية، دار زهوان، عمان، 1998.
- الدسوقي (إيهاب)، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- الراوي (خالد وهيب)، الأسواق المالية والنقدية، دار ميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2000.
- الزبيدي (حمزة محمود)، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورقة، الأردن، 2001.
- الزراري (عبد النافع) وفرج (غازي)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
- السويلم (محمد)، سوق المال والبورصات وصناديق الاستثمار، دون دار نشر، دون بلد نشر، 2000.
- السيسى (صلاح الدين حسن)، بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- شمعون (شمعون)، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، دون سنة نشر.
- شيحة (مصطفى رشيد)، إقتصاديات النقود والمصارف المالية، دار المعارف الجامعية، مصر، 1996.
- صبح (محمد)، التحليل المالي والاقتصادي للأوراق المالية، جامعة عين شمس، مصر، الطبعة الثانية، 1996.
- عبد الباسط (حسن وفاء محمد)، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- عبد الحافظ (السيد البدوي)، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية بنظرة معاصرة، مركز لغة العصر للكمبيوتر والطباعة، طنطا، 2000.
- عبد ربه (محمد محمود)، طريقك إلي البورصة: مخاطر الاعتماد علي البيانات المحاسبة عند تقييمك للاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- عبد المطلب (عبد المجيد)، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- عدون (ناصر دادي)، تقنيات مراقبة التسيير- الجزء الأول: تحليل مالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1990.
- عطون (مروان)، الأسواق النقدية والمالية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، الجزء الأول.
- عطية (عبد القادر محمد عبد القادر)، دراسة الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- عطية (محمد عبد القادر)، الاتجاهات الحديثة في التنمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.

- عوض الله (زينب حسين)، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، مصر، 1994.
- فركوس (محمد)، الموازنات التقديرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- قدي (عبد المجيد)، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- قرياقص (رسمية)، أسواق المال: أسواق- رأس المال- المؤسسات المالية، الدر الجامعية، مصر، 1999.
- لطفي (أمين السيد أحمد)، المحاسبة في الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- مبارك (عبد المنعم محمد) ويونس (محمود)، اقتصاديات النقود والصيرفة والتجارة الدولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- مصطفى (محمد عبده محمد)، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- مطر (محمد)، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراقة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- الناشف (أنطوان) والهندي (خليل)، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، الجزء الثاني.
- هارون (صبري)، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- هندي (منير إبراهيم)، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- هندي (منير إبراهيم)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- الهيتي (نوزاد)، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طربلس، 1998.

1-2- الكتب باللغة الأجنبية

- Amenc. N & Le sourd. V, Gestion quantitative des portefeuilles d'action, Economica, Paris, 2002.
- Augros. J-C, Finance : option et obligation convertibles, Economica, Paris, 2éme édition, 1987.
- Barreau. J & Delahaye. J, Gestion financiere, Dunond, Paris, 10éme édition, 2001.
- Beltas. A, Le developpement du marcher des capitaux et la structure des taux d'interet, Edition el borhane, alger, 2002.
- Charreaux. G, Finance d'entreprise, Edition litec, Paris, 1994.- Guéry. G, Droit des affaires, Gualina editeur, Paris, 8éme édition, 1999.

- Choinel. A, Introduction à l'ingénierie financière, Revue banque édition, Paris, 3ème édition, 2002.
- Choinel. A & Rouyer. G, Le marché financier: structures et acteurs, Revue banque édition, Paris, 8ème édition, 2002.
- Conso. P, Gestion financière, 7ème édition, Dunod, Paris, 1991, Tome1.
- Hung. S & Rondall. M, Investment analysis and management, Allyn & Bacon, Boston, 1997.
- Jacquillat. B & Solnik. B, Marché financier , Dunaud , Paris, 4ème édition, 2002.
- Jacquillat. B & Solnik. B, Marchés Financiers: gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 4èmeédition, 2002.
- Kovacs. A, Comprendre la bourse, guide pratique pour la gestion de votre porte feuille d'action, Les éditions de l'organisation, Paris, 1984.
- Lamy. P, Les bours des valeurs, Economica, Paris, 1995.
- Mansouri. M, La bourse des valeurs mobiliéres d'Alger, Edition dar houma, Alger, 2002.
- Martina. D , Précis d'économie, Nathan, Paris, 1997.
- Morissette. D & O'Shaughnessy. W, Décisions financiers à long terme, Les éditiond SMG, Québec, 3ème édition, 1994.
- Navatte. P, Instruments et marchés financiers, Editions management, Paris, 1992.
- Péne. D, Evaluation et prise de Contrôle de l'entreprise, Economica, France, 2ème édition, 1993, Tome2.
- Peyrard. J, Analyse financiére, Vuibert, Paris, 1999.
- Quittard-Pinon. F, Marchés des capitaux et théorie financière, Economica, Paris, 1998.
-Radcliffe. R, Investment: concepts analyisis and strategy, Foresman & comp, Scott, 1982.
- Salah. M, les valeurs Mobilières: émises par les sociétés par actions, Edition edik, Alger, 2001.
- Telon. F, les marchés de Capitaux, Seul, Paris, 1997.

- Vanhorne. J-C, Principes de gestion financiére , Economica, Paris, 6ème édition.
- Vizza vona. P, Pratique de gestion: évaluation des entreprises, Edition berti, Alger, 1991, Tome 3.

2- الأطروحات والرسائل

2-1- الأطروحات

- براق (محمد)، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتورة الدولة في العلوم الإقتصادية، معهد العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 1998-1999.

2-2- مذكرات الماجستير

- مصبيح (أحمد)، الاستثمار المالي مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2002.
- لحرش (الطاهر)، ترويج الأوراق المالية ودوره في تنشيط بورصة الجزائر مع دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة المجاستير في علوم التسيير فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2003.

3- المجلات والجرائد

3-1- المجلات

- جبار (محفوظ)، "فرص الاستثمار في سوق رؤوس الأموال الجزائرية"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد: 1، 2002.
- الحناشي (صالح)، "مسببات سياسية التحويل وأهدافها التجربة البريطانية"، مجلة الخصخصة ودور البورصات والمؤسسات المالية والتنمية الإقتصادية ، إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية، الكويت، يناير 1996.
- خوري (بريس)، "تقلبات أسعار الأسهم: ما الدروس؟"، مجلة الاقتصاد والأعمال، دار الصياد بيروت، عدد 244، أفريل2000.
- السيد (مأمون إبراهيم)، أسواق الأوراق المالية العربية: واقعها وامكانيات تطويرها والربط فيما بينها، سلسلة الدرسات الإستثمارية، المؤسسة العربية لضمان الإستثمار، الكويت، 1988.
- الشراح (رمضان)، "أسواق الأوراق المالية"، المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، الكويت، العدد الثامن عشر، 2000.
- الطرونة (مدحت إبراهيم)، مجلة العلوم الإنسانية: قياس تكلفة الأموال في منشأة الأعمال، عدد17 جوان 2002، منشورات جامعة منتوري قسنطينة.
- عماري (عمار)، "الإصلاحات الاقتصادية وأثارها على القطاع الصناعي في الجزائر"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد الأول، 2002.

- فوده (شوقي السيد)، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، أفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية، مصر، العدد الرابع، أكتوبر 1998.
- مجموعة المجرة الدولية، "الاستثمار بين العائد والمخاطرة"، مجلة المساهم، مطابع الدستور التجارية، الأردن، العدد الأول، 1997.
- المقابلة (علي حسين) وبرهومة (سمير فهمي)، "كفاءة سوق عمان المالية قطاع البنوك عند المستوى الضعيف"، الإدارة العامة، الأردن، العدد الرابع، جانفي 2002.

3-2- الجرائد

-" Croissance économique: les prévisions revues à la baisse en 2004", Journal el acile, Dimanche 11 janvier 2004, p: 6.

4- المطبوعات

4-1- المطبوعات باللغة العربية

- براق (محمد)، تسير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسير: تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1999-2000.
- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم01، سنه: 1998.

4-2- المطبوعات باللغة الأجنبية

- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=°1, 1998.
- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=°1, 1999.
- Bulletin de la commission, COSOB, Alger, N=°1, 2000.
- Guide de l'admission, COSOB, Alger, Novembre 1997.
- Media bank, Journal interne de la banque d'algerie, N=° 69.
- Media bank, Journal interne de la banque d'algerie, N=° 70.
- Notice Information, Eriad Setif, 1998, p: 08.
- Prospectus d'information, les valeurs mobilières, COSOB, Alger, 2004.
- Prospectus d'information, Le teneur de compte: conservateur de titre, COSOB, Alger, 2004

- Prospectus d'information, L'organisation les missions les pouvoirs de la commission, COSOB, Alger, 2004.

5– القوانين والتقارير

5–1– القوانين

– الجريدة الرسمية، قانون رقم 04/03 المعدل والمتمم لمرسوم تشريعي رقم:10/93، المادة:12–13، العدد:11، 2003/02/19.
– الجريدة الرسمية، مرسوم تشريعي رقم:10/93 ، المادة:35–60، العدد: 34، 1993/05/23.
– القانون التجاري الجزائري.
– قوانين المالية لسنوات 1994،1991 ، 1999، 2004.

5–2– التقارير

– مشروع تقرير حول الظرف الاقتصادي والاجتماعي للسداسي الثاني من سنة 2003، المجلس الاقتصادي والاجتماعي، الدورة العامة العادية الرابع والعشرين، جوان 2004.
– مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1994.
– مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 1995.

6– الملتقيات والندوات

6–1– الندوات

– جبار (محفوظ)، "الندوة الأولى حول دور البورصة في الاقتصاد الوطني– دراسة تقييمة لتجارب الأسواق الناشئة: أمريكا اللاتينية، جنوب شرق آسيا، الدول العربية والجزائر"، بورصة الجزائر بعد عام من النشاط، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 07ماي2000.

6–2– الملتقيات

- S. Thollot, "L'evaluation d'etreprise", <u>Seminaire CANT</u>, Alger, 14 octobre1996.

مواقع الانترنيت

-WWW .BankofAlgeria. DZ, Date de consultation: 13/03/2004.
-WWW.ONS.DZ, Date de consultation: 25/04/2004.

الملاحق

Bilan au 31-12-1999 (actif)

N° des Cptes	ACTIF	SOCIETE MERE	GROUPE
2	INVESTISSEMENTS		
20	Frais préliminaires	96 738 640,51	142 156 444,64
209	Résorption frais préléminaires	-14 718 644,39	-50 143 241,19
21	Valeurs incorporelles	-	193 000 000,00
22	Terrains	6 143 418,00	438 713 118,00
24	Equipements de production	106 381 529,43	8 064 919 689,56
294	Amortissement Eq. De Prod	-67 943 248,89	-1 833 827 534 ,75
25	Equipements sociaux	1 277 931,21	183 948 445,57
295	Amortissement Eq. Soc	-448 679,29	-51 295 189,22
26	Animaux de reproduction	-	33 700,00
27	Investiss. en cours non planifiés	2 004 494,68	38 924 311,15
28	Investissements en cours plan	137 767 881,98	217 752 395,19
	TOTAL(2)	267 203 323,24	7 344 182 138 ,95
3	STOCKS		
30	Marchandises	-	4 206 169,54
31	Matières et fournitures	4 442 351 ,25	1 051 999 631,21
32	Animaux	-	-
33	Produits semi-ouvrés	-	-
35	Produits finis	-	438 287 450,26
36	Déchets et rébuts	-	222 324,37
37	Stock à l'extérieur	-	573 000,00
39	Provisions pour dep des stocks	-361 853,64	-30 258 581,94
	TOTAL(3)	4 080 497,61	1 465 029 993,44
4	CREANCES		
41	Créances parafiscales	-	2 910 326 531,19
42	Créances d'investissement	2 918 013 386,61	1 061 811 134,03
43	Créances des stocks	4 800,00	43 546 193,48
44	Créances asso. et Soc. Appar	7 800 971 861,75	29 000 000,00
45	Avances pour comptes	287 621,66	57 168 337,17
46	Avance d'exploitation	551 264 036 ,16	1 119 215 001,92
47	Créances sur clients	1 113 724 ,11	1 291 683 701,16
48	Disponibilités	1 251 144 781,24	4 524 482 098,30
40	Comptes débiteurs du passif	-	43 867,80
49	Provisions pour dep des créances	-89 595 818,37	-737 886 091,01
	TOTAL (4)	12 433 204 393,16	13 299 390 774,04
	TOTAL GENERAL	12 704 488 214,01	22 108 602 906,43

Bilan au 31-12-1999 (passif)

N° des Cptes	PASSIF	SOCIETE MERE	GROUPE
1	FONDS PROPRES		
10	Fonds social	5 000 000 000,00	5 000 000 000,00
12	Primes d'apports	1 300 000 000,00	1 300 000 000,00
13	Reserves	1 640 534 782,07	3 149 221 942,01
14	Subventions d'investissements	-	-
15	Ecart de reeval	-	-
16	Autres fonds propres	-	2 148 622 226,46
17	Liaisons inter-unités	-	-
18	Resultats en instance d'affectation	214 526 247,50	214 526 247,50
19	Provisions pour pertes et charges	-	235 017 744,09
	TOTAL	8 155 061 029,57	12 047 388 160,06
5	DETTES		
51	Dettes parafiscales	-	3 478 255 969,78
520	Emprunts obligataires	1 296 337 328 03	1 296 337 328,03
52	Dettes d'investissements	270 554 832,26	319 938 918,83
53	Dettes de stocks	4 078 286,59	553 343 242,43
54	Détentions pour compte	276 772 330,13	329 288 930,44
55	Dettes assoc et soc apparentes	571 048 131,71	-
56	dettes d'exploitation	681 313 850,55	1 752 571 116,33
57	Avances commerciales	-	6 443 395,68
58	Dettes financiéres	8 658 245,62	44 876 724,54
50	Comptes créditeurs de l'actif	647 784,02	1 228 384,02
	TOTAL (5)	3 109 410 789,91	7 782 284 010,08
	RESULTAT DE L'EXERCICE	1 440 016 395,53	2 278 930 736,29
	TOTAL GENERAL	12 704 488 214,01	22 108 602 906,43

Tableau des comptes de résultats au 31-12-1999

N° des Cptes	DESIGNATION DES COMPTES	SOCIETE MERE	GROUPE
70	Ventes de marchandises	1 189 095,23	141 737 607,13
60	Marchandises consommées	-1 082 163,44	-131 300 299 [illegible]5
80	**MARGE BRUTE**	**106 931,79**	**10 437 307,28**
80	Marge brute	106 931,79	10 437 307 [illegible]8
71	Production vendue	-	22 085 111 916,[illegible]8
72	Production stockée	-	-65 994 151,91
73	Production de l'entreprise pour elle même	-	75 732 085 [illegible]6
74	Prestations fournies	-	47 937 812,[illegible]5
75	Transfert de charges de production	35 589 452,11	65 920 457,30
61	Matières et fournitures consommées	-3 503 037,23	-15 927 642 897 [illegible]6
62	Services	-60 161 222,75	-284 540 297,50
81	**VALEUR AJOUTÉE**	**-27 967 876,08**	**6 006 962 230 [illegible]0**
81	Valeur ajoutée	-27 967 876,08	6 006 962 230,90
76	Indemnités parafiscales	-	76 664 357 [illegible]2
77	Produits divers	1 670 786 350,48	504 112 430 [illegible]5
78	Transfert de charges d'exploitation	5 545 532,53	19 189 318,07
63	Frais de personnel	-50 032 402,14	-1 101 845 781 [illegible]1
64	Impôts et taxes	-2 920 686,27	-484 835 201,19
65	Frais financiers	-111 282 097,17	-428 194 991,54
66	Frais divers	-1 202 914,16	-41 779 21[illegible] [illegible]2
67	Taxes et redevances parafiscales	-	-63 860 51[illegible],[illegible]1
68	Dotations aux amortissements et provisions	-10 137 306,61	-1 036 485 069,62
83	**RESULTATS EXPLOITATION**	**1 472 788 600,58**	**3 449 927 555,55**
79	Produits hors-exploitation	286 534 695,26	585 850 290 69
69	Charges hors-exploitation	-301 626 833,51	-820 557 68[illegible] 84
84	**RESULTYAT HORS-EXPLOITATION**	**-15 092 138,25**	**-234 707 39[illegible] 15**
83	Résultat d'exploitation	1 472 788 600,58	3 449 927 55[illegible] 55
84	Résultat hors-exploitation	-15 092 138,25	-234 707 392,15
880	**RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE**	**1 457 696 462,33**	**3 215 220 16[illegible],40**
889	**IMPOT SUR LES BENEFICES**	**-17 680 066,80**	**-936 289 42[illegible],11**
88	**RESULTAT NET DE L'EXERCICE**	**1 440 016 395,53**	**2 278 930 786,29**

BILAN AU 31/12/2000 (actif)

n° des cptes	ACTIF	SOCIETE MERE	GROUPE
2	INVESTISSEMENTS		
20	Frais Préliminaires	97 107 063,32	120 068 353,10
209	Résorption frais préliminaires	-30 284 184,39	-47 736 176,87
21	Valeurs incorporelles	-	193 288 275,60
22	Terrains	6 143 418,00	434 596 482,00
24	Equipements de production	108 625 756,97	11 159 114 131,88
294	Amortissements équip de prod.	-75 612 363,58	-5 738 668 665,22
25	Equipement Sociaux	1 277 931,21	183 757 304,70
295	Amortissement Equip.Sociaux	- 668 269,77	- 64 677 346,82
26	Animaux de reproduction	-	33 700,00
27	Innvestiss. en cours non Planifies	2 004 494,68	49 075 025,88
28	Investissement en cours Plan.	137 767 881,98	250 645 374,41
	TOTAL (2)	246 361 728,42	6 539 496 458,66
3	STOCKS		
30	Marchandises	-	6 300 992,02
31	Matières et fournitures	4 243 686,53	1 281 508 510,37
32	Animaux	-	—
33	Produits semi-ouvres	-	4 535 981,25
34	Produits en cours	-	224 360,05
35	Produits finis	-	354 239 952,90
36	Déchets et rebuts	-	398 146,71
37	Stocks a l'extérieur	-	3 902 660,42
39	Provisions pour dep. des stocks	-212 610,20	-44 333 338,00
	TOTAL (3)	4 031 076,33	1 606 777 265,72
4	CREANCES		
41	Créances Parafiscales	-	2 962 201 116,36
42	Créances d'investissement	3 802 083 467,41	5 451 671 054,84
43	Créances des stocks	4 800,00	60 075 230,81
44	Créances Asso. et soc. Appar.	8 185 341 889,11	29 000 000,00
45	Avances pour compte	261 051,58	75 300 602,48
46	avances d'exploitation	542 766 681,76	1 342 903 367,58
47	Créances sur clients	141686 231,10	1 775 221 179,90
48	Disponibilités	498 678 159,44	3 085 910 424,95
40	Comptes débiteurs du passif	-	8 526,78
49	Provisions pour dep. des Créances	-109 181 837,87	-1 093 501 076,15
	TOTAL (4)	13 061 640 442,53	13 688 790 427,55
	TOTAL Général	13 312 033 247,28	21 835 064 151,93

BILAN - AU 31/12/2000 (Passif

n° des cptes	PASSIF	SOCIETE MERE	GROUPE
1	FONDS PROPRES		
10	Fonds social	5 000 000 000,00	[illegible] 000 000,00
12	Primes d'apports	1 300 000 000,00	[illegible] 000 000,00
13	Réserves	[illegible]	[illegible]
14	Subventions d'investissements		
15	Ecarts de reeval		
16	Autres Fonds propres		[illegible] 622 226,46
17	Liaison inter Unites		
19	Résultat en inst; d'affectation		
19	Provisions P/pertes et Charges		[illegible] 534,64
	TOTAL (1)	8 440 614 125,10	13 023 319 566,78
5	DETTES		
51	Dettes parafiscales		[illegible]
520	Emprunts obligataires	1 296 337 328,03	[illegible] 337 328,03
52	Dettes d'investissements	[illegible]	[illegible]
53	Dettes de stocks	452 540,36	[illegible] 290 065,90
54	Détentions pour compte	[illegible]	[illegible]
55	Dettes assoc et soc.apparentées	[illegible]	[illegible]
56	Dettes d'exploitation	[illegible]	[illegible]
57	Avances commerciales		[illegible] 025,80
58	Dettes financières	[illegible]	[illegible]
50	Comptes créditeurs de l'actif	647 784,02	149 652,54
	TOTAL (5)	3 113 125 521,05	7 213 277 972,96
88	RESULTAT DE L'EXERCICES	[illegible]	[illegible]
	TOTAL GENERAL	13 312 033 247,28	21 835 064 151,93

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2000

065226

n° des cptes	DESIGNATIONS DES COMPTES	SOCIETE MERE	GROUPE
70	VENTES MARCHANDISES		79 763 924,40
60	MARCHANDISES CONSOMMEES		-76 908 691,84
80	MARGE BRUTE		2 855 232,56
80	MARGE BRUTE		2 855 232,56
71	PRODUCTION VENDUE		20 153 976 903,96
72	PRODUCTION STOCKEE		-78 265 997,00
73	PRODUCTION DE L'ENTREPRISE POUR ELLE MEME		23 703 452,53
74	PRESTATIONS FOURNIES		119 682 933,52
75	TRANSFERT DE CHARGE DE PRODUCTION	24 325,56	12 381 170,91
61	MATIERES ET FOURNITURES CONSOMMEES	-2 494 997,81	-15 162 104 164,18
62	SERVICES	-32 444 418,85	-208 146 440,97
89	CESSIONS INTER-UNITES		-
81	VALEUR AJOUTEE	-34 915 091,10	4 864 083 091,33
81	VALEUR AJOUTEE	-34 915 091,10	4 864 083 091,33
76	INDEMNITES PARAFISCALES		55 936 704,99
77	PRODUITS DIVERS	2 083 752 135,28	811 982 138,05
78	TRANSFERT DE CHARGE D'EXPLOITATION	23 938 764,69	60 893 734,47
63	FRAIS DE PERSONNEL	-41 068 439,70	-1 124 889 849,36
64	IMPOTS ET TAXES	-2 385 357,56	-417 314 633,81
65	FRAIS FINANCIERS	-111 797 558,85	-394 942 777,67
66	FRAIS DIVERS	-995 428,29	-36 337 719,24
67	TAXES ET REDEVANCES PARAFISCALES		-40 325 268,14
68	DOTATIONS AUX AMORTISSEMENTS ET PROVISIONS	-8 829 007,23	-993 732 473,82
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	1 907 700 017,24	2 785 352 946,80
79	PRODUITS HORS-EXPLOITATION	117 354 730,42	473 614 948,94
69	CHARGES HORS-EXPLOITATION	-159 159 648,53	-1 083 187 002,87
84	RESULTAT HORS - D'EXPLOITATION	-41 804 918,11	-609 572 053,93
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	1 907 700 017,24	- 2 785 352 946,80
84	RESULTAT HORS-EXPLOITATION	-41 804 918,11	-609 572 053,93
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	1 865 895 099,13	2 175 780 892,87
889	IMPOTS SUR LES BENEFICES	-107 601 498,00	-577 314 280,68
880	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 758 293 601,13	1598 466 612,19

BILAN AU 31 . 12 . 2001 (Actif)

N° DES CPTES	ACTIF	SOCIETE MERE	GROUPE
2	*INVESTISSEMENTS*		
20	FRAIS PRELIMINAIRES	81 603 603,79	102 416 175,59
209	RESORPTION FRAIS PRELIMINAIRES	-45 849 644,39	-65 636 828,93
21	VALEURS INCORPORELLES	-	216,592,675.00
22	TERRAINS	6 143 418,00	442 462 694,00
24	EQUIPEMENT DE PRODUCTION	106 076 994,14	11 173 945 097,00
294	AMORTISSEMENT EQUIP. DE PROD.	-76 367 266,58	-6 577 801 817,54
25	EQUIPEMENTS SOCIAUX	1 348 931,21	183 390 458,34
295	AMORTISSEMENT EQUIP. SOCIAUX	-886 444,57	-78 052 640,96
27	INVESTISS. EN COURS NON PLANIFIES	2 004 494,68	23 598 601,38
28	INVESTISSEMENTS EN COURS PLAN.	26 089 597,48	294 813 509,14
	TOTAL (2)	100 163 683,76	5 715 727 923,02
3	*STOCKS*		
30	MARCHANDISES	-	5 239 314,70
31	MATIERES ET FOURNITURES	3 540 823,08	959 797 568,23
32	ANIMAUX	-	-
33	PRODUITS SEMI-OUVRES	-	-
34	PRODUITS EN COURS	-	888 725,97
35	PRODUITS FINIS	-	205 280 579,69
36	DECHETS ET REBUTS	-	137 934,91
37	STOCKS A L'EXTERIEUR	-	899 475,00
39	PROVISIONS POUR DEP. DES STOCKS	- 197 750,16	- 50 245 208,66
	TOTAL (3)	3 343 072,92	1 121 998 389,84
4	*CREANCES*		
41	CREANCES PARAFISCALES	-	2 994 722 313,61
42	CREANCES D'INVESTISSEMENTS	3 819 542 112,41	5 970 795 911,32
43	CREANCES DE STOCKS	4 800,00	57 866 630,08
44	CREANCES ASSO. ET SOC. APPAR.	8 374 224 427,26	30 595 000,00
45	AVANCES POUR COMPTE	390 989,30	59 659 563,17
46	AVANCES D'EXPLOITATION	464 110 271,30	1 191 282 350,85
47	CREANCES SUR CLIENTS	63 725 663,38	1 663 178 216,19
48	DISPONIBILITES	490 144 673,53	2 401 031 331,59
40	COMPTES DEBITEURS DU PASSIF	-	630 696,60
49	PROVISIONS POUR DEP. DES CREANCES	-138 849 763,99	- 908 360 134,39
	TOTAL (4)	13 073 293 173,19	13 461 401 879,02
	TOTAL GENERAL	13 176 799 929,87	20 299 128 191,88

BILAN AU 31 . 12 . 2001 (Passif)

N° DES CPTES	PASSIF	SOCIETE MERE	GROUPE
1	*FONDS PROPRES*		
10	FONDS SOCIAL	5 000 000.000,00	5 000 000 000,00
12	PRIMES D'APPORTS	1 300 000 000,00	1 300 000 000,00
13	RESERVES	2 746.209.366,23	4 717 277 876,35
14	SUBVENTIONS D'INVESTISSEMENTS	-	-
15	ECART DE REEVAL.	-	-
16	AUTRES FONDS PROPRES	-	2 148 622 226,46
17	LIAISON INTER-UNITES	-	-
18	RESULTAT EN INST . D'AFFECT.	10 235 980,00	10 235 980,00
19	PROVISIONS P/ PERTES ET CHARGES	-	48 106 153,13
	TOTAL (1)	9 056 445 346,23	13 224 242 235,94
5	*DETTES*		
51	DETTES PARAFISCALES	-	3 542 123 543,42
520	EMPRUNTS OBLIGATAIRES	1 296 337 328,03	1 296 337 328,03
52	DETTES D'INVESTISSEMENTS	14 903 698,93	56 349 742,04
53	DETTES DE STOCKS	254 354,20	262.377 223,06
54	DETENTIONS POUR COMPTE	276 261 301,56	309 875 016,46
55	DETTES ASSOC. ET SOC. APPAR.	556 158 614,73	43 787 469,00
56	DETTES D'EXPLOITATION	876 991 565,81	1 109 832 557,82
57	AVANCES COMMERCIALES	9 000,00	10 079 210,28
58	DETTES FINANCIERES	14 471 145,17	264 654 723,26
50	COMPTES CREDITEURS DE L'ACTIF	647 784,02	1 275 243,3[illegible]
	TOTAL (5)	3 036 034 792,45	6 896 692 056,7[illegible]
88	RESULTAT DE L 'EXERCICE	1 084 319 791,19	178 193 899,2[illegible]
	TOTAL GENERAL	13 176 799 929,87	20 299 128 191,88

Tableau des Comptes de Résultats au 31 . 12 . 2001

N° des Cptes	DESIGNATIONS DES COMPTES	SOCIETE MERE	GROUPE
70	VENTES MARCHANDISES		39 206 072,0[illegible]
60	MARCHANDISES CONSOMMEES	-	- 35 760 301,3[illegible]
80	***MARGE BRUTE***		**3 445 770,68**
80	MARGE BRUTE		3 445 770,[illegible]3
71	PRODUCTION VENDUE	-	13 351 584 290,61
72	PRODUCTION STOCKEE	-	-151 864 994,[illegible]5
73	PRODUCTION DE L'ENTREPRISE POUR ELLE MEME	-	16 456 735,02
74	PRESTATIONS FOURNIES	-	66 931 732,74
75	TRANSFERT DE CHARGE DE PRODUCTION	-	4 062 516,[illegible]7
61	MATIERES ET FOURNITURES CONSOMMEES	-3 139 767,87	-10 945 314 696,92
62	SERVICES	-29 353 834,20	-293 892 423,[illegible]3
81	***VALEUR AJOUTEE***	**-32 493 602,07**	**2 051 408 930,27**
81	VALEUR AJOUTEE	-32 493 602,07	2 051 408 930,[illegible]7
76	INDEMNITES PARAFISCALES		33 721 601,[illegible]8
77	PRODUITS DIVERS	1 514 094 569,46	548 850 958,72
78	TRANSFERT DE CHARGES D'EXPLOITATION	720,00	18 329 322,[illegible]7
63	FRAIS DE PERSONNEL	-33 146 691,39	-944 283 157,43
64	IMPOTS ET TAXES	-1 280 892,07	-255 559 649,[illegible]5
65	FRAIS FINANCIERS	-87 726 400,31	-124 307 792,09
66	FRAIS DIVERS	-1 891 897,21	-30 152 452,[illegible]2
67	TAXES ET REDEVANCES PARAFISCALES	-	-23 542 305,[illegible]
68	DOTATIONS AUX AMORTISSEMENTS ET PROVISIONS	-8 576 327,29	-968 588 744,96
83	***RESULTAT D 'EXPLOITATION***	**1 348 979 479,12**	**305 876 711,[illegible]8**
79	PRODUITS HORS -EXPLOITATION	262 534 254,73	1 529 876 111,82
69	CHARGES HORS -EXPLOITATION	-463 544 326,66	-1 516 745 974,[illegible]5
84	***RESULTAT HORS -EXPLOITATION***	**-201 010 071,93**	**13 130 137,27**
83	RESULTAT D 'EXPLOITATION	1 348 979 479,12	305 876 711,[illegible]8
84	RESULTAT HORS -EXPLOITATION	-201 010 071,93	13 130 137,[illegible]7
880	***RESULTAT BRUT DE L 'EXERCICE***	**1 147 969 407,19**	**319 006 849,25**

IV- BILAN AU 31.12.2002 (A C T I F)

N° DES CPTES	A C T I F	SOCIETE MERE	GROUPE
2	INVESTISSEMENTS		
20	FRAIS PRELIMINAIRES	81 603 603,79	81 603 603,79
209	RESORPTION FRAIS PRELIMINAIRES	-61 415 104,39	-61 415 104,39
21	VALEURS INCORPORELLES	-	216 592 675,00
22	TERRAINS	6 143 418,00	442 462 694,00
23	PLANTATIONS		565 600,00
24	EQUIPEMENT DE PRODUCTION	109 851 962,18	11 479 575 816,70
294	AMORTISSEMENT EQUIP. DE PROD.	-84 042 054,17	-7 474 037 308,17
25	EQUIPEMENTS SOCIAUX	1 280 711,21	183 065 801,04
295	AMORTISSMENT EQUIP. SOCIAUX	-1 074 204,70	-91 977 631,42
27	INVESTISS. EN COURS NON PLANIFIES	2 004 494,68	15 545 169,69
28	INVESTISSEMENTS EN COURS PLAN.	26 089 597,48	192 941 855,20
	T O T A L (2)	80 442 424,08	4 984 923 171,44
3	STOCKS		
30	MARCHANDISES	-	657 934,32
31	MATIERES ET FOURNITURES	2 942 140,23	1 477 004 544,21
32	ANIMAUX	-	
33	PRODUITS SEMI-OUVRES	-	
34	PRODUITS EN COURS	-	222 353,89
35	PRODUITS FINIS	-	454 287 287,49
36	DECHETS ET REBUTS	-	115 407,63
37	STOCKS A L'EXTERIEUR	-	2 511 437,56
39	PROVISIONS POUR DEP. DES STOCKS	- 197 750,16	- 82 865 843,67
	T O T A L (3)	2 744 390,07	1 851 933 121,43
4	CREANCES		
41	CREANCES PARAFISCALES	-	3 023 879 211,43
42	CREANCES D'INVESTISSEMENTS	3 968 906 099,30	5 677 466 391,72
43	CREANCES DEE STOCKS	4 800,00	64 924 812,19
44	CREANCES ASSO. ET SOC. APPAR.	8 141 145 701,36	29 000 000,00
45	AVANCES POUR COMPTE	1 083 930,15	67 363 087,75
46	AVANCES D'EXPLOITATION	420 262 118,86	1 130 983 656,80
47	CREANCES SUR CLIENTS	48 811 269,67	2 002 469 845,38
48	DISPONIBILITES	250 071 360,20	973 939 764,09
40	COMPTES DEBITEURS DU PASSIF	18 715 364,93	18 808 143,61
49	PROVISIONS POUR DEP. DES CREANCES	-248 067 743,14	-1 210 401 796,10
	T O T A L (4)	12 600 932 901,33	11 778 433 116,87
88	RESULTAT DE L'EXERCICE		812 872 738,12
	TOTAL GENERAL	12 684 119 715,98	19 428 162 147,86

V- BILAN AU 31.12.2002 (PASSIF)

N° DES CPTES	PASSIF	MERE	GROUPE
1	FONDS PROPRES		
10	FONDS SOCIAL	5 000 000 000,00	5 000 000 000,00
12	PRIMES D'APPORTS	1 300 000 000,00	1 300 000 000,00
13	RESERVES	3 147 480 237,42	4 203 112 616,28
14	SUBVENTIONS D'INVESTISSEMENTS	-	
15	ECART DE REEVAL.	-	
16	AUTRES FONDS PROPRES	-	2 148 622 226,46
17	LIAISON INTER-UNITES	-	
18	RESULTAT EN INST. D'AFFECT.	6 506 148,00	6 506 148,00
19	PROVISIONS P/ PERTES ET CHARGES	20 000,00	120 774 868,52
	TOTAL (1)	9 454 006 385,42	12 779 015 859,26
5	DETTES		
51	DETTES PARAFISCALES	-	3 559 349 559,45
520	EMPRUNTS OBLIGATAIRES	1 296 337 328,03	1 296 337 328,03
52	DETTES D'INVESTISSEMENTS	11 303 433,43	63 493 451,08
53	DETTES DE STOCKS	359 904,22	191 572 557,87
54	DETENTIONS POUR COMPTE	276 159 427,35	310 255 371,57
55	DETTES ASSOC. ET SOC. APPAR.	452 823 505,61	66 663 790,35
56	DETTES D'EXPLOITATION	948 561 360,47	1 099 170 185,36
57	AVANCES COMMERCIALES	500 000,00	10 142 532,41
58	DETTES FINANCIERES	9 331 037,84	50 659 003,43
50	COMPTES CREDITEURS DE L'ACTIF	647 784,02	1 502 509,05
	TOTAL (5)	2 996 023 780,97	6 649 146 288,60
88	RESULTAT DE L'EXERCICE	234 089 549,09	[illegible]
	TOTAL GENERAL	12 684 119 715,48	19 428 162 147,86

VI. TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31.12.2002

N° CPTES	DESIGNATIONS DES COMPTES	MERE	GROUPE
70	VENTES MARCHANDISES		18 811 397,44
60	MARCHANDISES CONSOMMEES		24 210 284,51
80	*MARGE BRUTE*		5 398 887,07
80	MARGE BRUTE		-5 398 887,07
71	PRODUCTION VENDUE		3 162 937 258,00
72	PRODUCTION STOCKEE		249 400 889,08
73	PRODUCTION DE L'ENTREPRISE POUR ELLE MEME		24 575 938,32
74	PRESTATIONS FOURNIES		133 314 513,19
75	TRANSFERT DE CHARGE DE PRODUCTION	191 049,64	9 886 035,12
61	MATIERES ET FOURNITURES CONSOMMEES-	-2 465 271,00	-7 027 166 222,98
62	SERVICES	-20 037 165,99	-221 090 137,44
81	*VALEUR AJOUTEE*	-22 311 387,35	1 381 459 386,22
81	VALEUR AJOUTEE	-22 311 387,35	1 381 459 386,22
76	INDEMNITES PARAFISCALES		31 338 658,54
77	PRODUITS DIVERS	628 192 819,32	420 634 311,14
78	TRANSFERT DE CHARGES D'EXPLOITATION	5 503 306,64	35 890 606,11
63	FRAIS DE PERSONNEL	-35 248 002,67	-396 613 969,67
64	IMPOTS ET TAXES	-1 146 384,65	-150 582 303,80
65	FRAIS FINANCIERS	-87 805 439,35	-39 840 222,91
66	FRAIS DIVERS	-1 084 899,39	-28 729 098,81
67	TAXES ET REDEVANCES PARAFISCALES		-17 226 016,03
68	DOTATIONS AUX AMORTISSEMENTS ET PROVISIONS	-8 444 360,77	-951 658 589,07
83	*RESULTAT D'EXPLOITATION*	477 655 601,58	-274 327 238,28
79	PRODUITS HORS -EXPLOITATION	146 891 865,94	648 829 856,03
69	CHARGES HORS -EXPLOITATION	-332 279 382,43	-1 129 196 819,87
84	*RESULTAT HORS -EXPLOITATION*	-185 387 516,49	-480 366 963,84
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	477 655 601,58	-274 327 238,28
84	RESULTAT HORS -EXPLOITATION	-185 387 516,49	-480 366 963,84
880	*RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE*	292 268 085,09	-754 694 202,12
889	*IMPOTS SUR LES BENEFICES*	-58 178 536,00	-58 178 536,00
88	*RESULTAT NET DE L'EXERCICE*	234 089 549,09	-812 872 738,12

ملحق رقم: 13

تحديد معدل الخصم

سيتم انتهاج تكلفة الأموال المرجّحة في تحديد معدل الخصم -معدل العائد المطلوب- وذلك وفقا لمايلي:

حساب تكلفة الأموال المرجحة لسنة 2002

البيان	المبالغ	نسبة هيكل التمويل	تكلفة التمويل	المعدل في النسبة
الأموال الخاصة	11.309.539.517,4	% 61,1	%13	%7,945
الديون	7.224.146.268,6	%38,9	%8	%3,108
				% 11

فمعدل تكلفة المال المرجحة تساوي 11% ويعبر عن معدل الخصم.